

# Ny forordning om kapitaldekning

Et europeisk verdipapiriseringsmarked under omveltning

Kandidatnummer: 587

Leveringsfrist: 25/4-2013

Antall ord: 16891



## Forord

Oppgaven er skrevet på bakgrunn av rettsøkonomiske valgfag gjennomført i utlandet, og det semi-obligatoriske valgfaget rettsøkonomi, som er en del av profesjonsstudiet i rettsvitenskap. Oppgaven er tverrfaglig med et internasjonalt tilsnitt, hvor innholdet er for det meste bestemt av det globale ordskifte mellom jurister og økonomer. Fagområdet for oppgaven faller hovedsakelig innenfor rettsøkonomi, hvis disiplin benytter samfunnsøkonomiske analyseverktøy for å forklare rettens utvikling og virkninger. For å sentralisere oppgavens nedsalgsfelt, fokuserer oppgaven på hvordan en uvektet egenkapitalandel påvirker verdipapiriseringsmarkedet innen EU. Hovedproblemstillingen har en aktørvinkling som søker å brobygge privatrettslige og offentligrettslige interesser og skape overensstemmelse mellom markedsøkonomiske og planøkonomiske idealer. Dette skjer ved å vurdere rasjonell oppførsel hos EBA og de private aktørene i verdipapiriseringsmarkedet. Empirisk sett fordyper problemstillingen seg i rettsøkonomi, og har til hensikt å gi svar som generelt er gyldig for kredittforetak, investeringsselskap og lovgivere innen EU. Praktisk sett vurderes egenkapitalandelens konsekvenser for verdipapirisering.

Selv om hovedfokus er på det europeiske markedet, nødvendiggjør internasjonaliseringen av finansmarkedet at visse aspekter ved det amerikanske finansmarkedet også belyses. Formålet med oppgaven er å bidra til forståelse og utvikling av verdipapirisering, og formidling av rettsøkonomi som retningslinje for utvikling av rettsregler. Oppgaven er en normativ studie som danner grunnlag for å bedømme hvilke rettsregler som foretrekkes for å oppnå en effektiv utnyttelse av kontantstrømobligasjoner, og en ønsket fordeling av strukturerte finanstjenester. Samfunnsøkonomisk markeds- og velferdsteori anvendes for å bedømme om resultatet av egenkapitalandelen er nyttig, og effektivitets- og fordelingsspørsmål studeres innenfor verdipapiriseringsmarkedet.

# Innhold

<b>1</b>	<b>HOVEDPROBLEMSTILLING .....</b>	<b>7</b>
1.1	Basel 3, CRR og CRD IV .....	8
<b>2</b>	<b>VERDIPAPIRISERING .....</b>	<b>9</b>
2.1	Hva er verdipapirisering? .....	9
2.1.1	Teknisk innhold i den anglosaksiske modellen.....	11
2.1.2	Verdipapirisering i finansmarkedet.....	13
2.1.3	Partene i en verdipapiriseringsprosess .....	14
2.1.4	Situasjonen i Norge .....	16
2.2	Rasjonale for verdipapirisering .....	16
2.2.1	Finansielle fordeler.....	16
2.2.2	Regnskapsmessige fordeler.....	17
2.2.3	Andre formål .....	17
2.2.4	Ulemper.....	18
2.2.5	Økonomiske fordeler.....	18
2.2.6	Økonomiske ulemper .....	19
<b>3</b>	<b>RETTSØKONOMISKE MODELLER.....</b>	<b>20</b>
3.1.1	Analyse.....	20
3.1.2	Hvorfor regulering og tilsyn.....	22
3.1.3	Styringssvikt.....	23
<b>4</b>	<b>HVORFOR CRR BLE UTARBEIDET.....</b>	<b>23</b>
4.1	Kredittørke og resesjon.....	23
4.2	Makroøkonomiske årsaker .....	24
4.2.1	Lavrentepolitikk .....	24
4.2.2	Verdipapirisering.....	25
4.2.3	Asymmetrisk informasjon og uaktsom oppførsel .....	25

4.2.4	Nedregulering.....	26
4.3	Mikroøkonomiske årsaker .....	27
4.3.1	Feilslåtte insentivstrukturer .....	27
4.3.2	Kredittratebyråer .....	27
4.4	Strukturelle årsaker.....	28
4.4.1	Hvor var tilsynet?.....	28
4.4.2	Veien videre .....	28
<b>5</b>	<b>KONSEKVENSER AV KREDITTØRKEN.....</b>	<b>29</b>
5.1	Omstrukturering av tilsyn.....	29
5.2	Støttepakker .....	30
5.3	Konkrete legislative endringer for verdipapirisering.....	32
5.4	Institusjonelle endringer for tilsyn.....	33
<b>6</b>	<b>REGULERING OG TILSYN INNEN EU .....</b>	<b>35</b>
6.1	EU retten og regulering av finansmarkedet.....	35
6.1.1	Lamfalussy strukturen.....	36
6.2	Rettskildemessige situasjon for verdipapirisering.....	36
6.2.1	Relevante kilder .....	36
6.2.2	Lisboatraktaten .....	37
6.2.3	CRR.....	38
6.2.4	CRD IV .....	39
6.2.5	CRD, AIFMD, og Solvency II .....	39
6.2.6	Handlingsplaner .....	40
6.3	Myk juss .....	41
6.3.1	Innhold og rasjonale .....	41
6.3.2	Internasjonalt samarbeid .....	41
<b>7</b>	<b>EBA.....</b>	<b>42</b>
7.1	European Banking Authority – oppgaver.....	42
7.2	EBA og ECOFIN.....	44

7.3	Rammeverk for EBA .....	45
7.4	Mandat ift. verdipapirisering .....	46
7.4.1	Rådgivning og tekniske standarder .....	46
<b>8</b>	<b>KAPITALDEKNING .....</b>	<b>47</b>
8.1	Uvektet egenkapitalandel .....	47
8.1.1	Innhold .....	47
8.1.2	Formål .....	47
8.2	Kapitalkrav i regnskapsmessig perspektiv .....	49
8.2.1	Forhold ansvarlig kapital og forvaltningskapital .....	49
8.3	Rapportering og kalkulering .....	51
8.3.1	Basel-pilarene .....	51
8.3.2	Rapportering .....	52
8.3.3	Progresjon .....	54
8.3.4	Kalkulering av uvektet egenkapitalandel .....	54
8.4	Uvektet egenkapitalandel som tilsynsmiddel .....	58
<b>9</b>	<b>KOMMENTARER .....</b>	<b>59</b>
9.1	Fordeler med uvektet egenkapitalandel .....	59
9.2	Ulemper med uvektet egenkapitalandel .....	60
9.2.1	Generelt; økte kostnader og reduserte inntekter .....	60
9.2.2	Konkrete ugunstige utvelgelser .....	62
9.3	Forslag til forbedringer .....	68
9.3.1	Gjeldssanering .....	69
9.3.2	Betinget kapital .....	71
9.3.3	Regulere skyggeindustrien .....	72
9.3.4	Risikokonsentrasjoner .....	73
9.3.5	Oppløsningsregimer .....	73
9.3.6	Danne et større antall prioriterte transjer .....	74
9.3.7	Etterprioriterte transjer .....	75
9.3.8	Forbedre markedsdisiplin - Kredittderivatindeks .....	76

9.3.9	Innskrenke handlingsrommet til pensjonsfond .....	76
9.3.10	Kortsiktig tenkning.....	77
9.3.11	Forenkle omstrukturering av spesialforetaket.....	78
9.3.12	Beskytte konsumentene.....	78
9.3.13	Holde EBA ansvarlig .....	79
<b>10</b>	<b>KONKLUSJON .....</b>	<b>79</b>
<b>11</b>	<b>HENVISNINGER OG LITTERATUR .....</b>	<b>82</b>

## 1 Hovedproblemstilling

20. juli 2011 annonserte Europakommisjonen nye forslag til kapitaldekning for finanssektoren. Forslagene erstatter de nåværende direktivene om kapitaldekning (Direktivene 2006/48/EC, 2006/49/EC, og 2010/78/EU), med henholdsvis et direktiv og en forordning om kapitalkrav – ”Capital requirements regulation” (CRR).<sup>1</sup> Med CRR vil EU realisere følgende hovedformål<sup>2</sup>;

- Håndtere likviditetsrisiko<sup>3</sup> bedre for å få en mer stabil kredittsektor.
- Sikre at kreditt flyter til realøkonomien.
- Forsterke finansforetakenes kapitalbeholdning slik at bruken av skattefinansierte støttepakker minimeres.
- Begrense systemrisiko<sup>4</sup>.
- Beskytte kundenes kapitalinnskudd.
- Sikre konkurransedyktige finansprodukter innen EU ved å harmonisere regelverk på tvers av medlemslandene, Dette skaper forutsigbarhet og likeverdige konkurransevilkår i kredittsektoren.
- Klarlegge innholdet i ansvarlig kapital.

For å utvikle en tese som samstemmer tilsyn og regulering med CRR sine hovedformål evalueres følgende utsagn; *”Hvordan vil en uvektet egenkapitalandel<sup>5</sup> påvirke*

---

<sup>1</sup> CRR, COM (2011) 0452, 2011/0202/COD og Capital Requirements Directive (CRD), COM (2011) 0453, 2011/0203/COD. Forslagene er stemt over og godkjent av henholdsvis Kommisjonen og Parlamentet. Direktivet innføres gradvis fram til 2019.

<sup>2</sup> Se utdypende memorandum i COM (2011) 0452, 2011/0202/COD side 1-3

<sup>3</sup> «Risiko knyttet til forskjell i løpetid mellom bankers aktiva og passiva», fra Norges Bank skriftserie nr. 34 2004 s. 34.

<sup>4</sup> «Risikoen for at likviditets- og soliditetsproblemer hos en aktør sprer seg og forårsaker illikviditet eller insolvens hos andre markedsaktører» fra Norges Bank skriftserie nr. 34 2004 s. 35.

<sup>5</sup> Definisjonen egenkapitalandel kan virke villedende fordi hybridkapital ikke fases ut før senest år 2021-23. Dermed bruker noen akademikere definisjonen uvektet kjernekapitalandel, som inkluderer perifer kjernekapital og ikke bare egenkapital. Egenkapitalandel benyttes her fordi det er ren egenkapital som til slutt vil omfattes av kapitalkravet.

*verdipapiriseringsindustrien innen EU, og hvordan kan Det europeiske banktilsynet avbøte ulemper verdipapiriseringsindustrien påføres av egenkapitalandelen?”*

Hovedproblemstillingen har to nivå. På den ene siden en problemstilling om ulemper og fordeler av egenkapitalandelen, og hvordan ulemper av løses av EBA. På den andre siden er det flere underproblemstillinger om hva verdipapirisering er, bakgrunnen for hvorfor CRR ble vedtatt, hvordan rettstilstanden er, hvilken rolle EBA har, og hvordan forholdet er mellom verdipapirisering og egenkapitalandelen. Underproblemstillingene klarlegger hvilke faglige, praktiske og teoretiske områder oppgaven springer ut av og griper inn i.

## **1.1 Basel 3, CRR og CRD IV <sup>6</sup>**

Med CRD og CRR, også kollektivt kjent som CRD IV, akter EU å gjennomføre Basel 3 akkordene.<sup>7</sup> Betegnelsen CRD IV gir et uheldig inntrykk av at man snakker om et direktiv. CRD IV brukes her om de nye lovtilleggene til CRD, mens CRR brukes om forordningen. En forordning har teknisk sett større gjennomslagskraft enn et direktiv<sup>8</sup>, selv om CRD da må effektivt gjennomføres i alle medlemslandene, og er bindende i henhold til sine formål.<sup>9</sup> Det tekniske innholdet til CRD IV og CRR er som følger;

- Innføre minstekrav til egenkapitalavkastning<sup>10</sup>, introdusere bevaringsbuffer<sup>11</sup> og øke krav til egenkapital<sup>12</sup> og hybridkapital<sup>13</sup>.
- Supplere bevaringsbuffer med motsyklisk kapitalbuffer.<sup>14</sup>

---

<sup>6</sup> EU-Kommisjonen (2011)

<sup>7</sup> Ordet kredittinstitusjon anvendes her fordi det ikke kun er banker som yter kreditt i finanssektoren. På den annen side sikter kredittinstitusjoner her ikke til aktører i «*skyggeindustrien*».

<sup>8</sup> Treaty for the European Union (TFEU) art. 288

<sup>9</sup> *ibid* art. 4, sml. art. 288

<sup>10</sup> «Basel 3: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems» s. 13, sml. CRR seksjon 2

<sup>11</sup> Basel 3 s. 6, 13, 54, og 59, sml. CRD IV art. 122(1)-(2), sml. art. 123(1), 124(2), 149(2) litra a, (3) litra a

<sup>12</sup> CRR art. 23-24

<sup>13</sup> *ibid* art. 58

<sup>14</sup> *ibid* art. 23-24



- Forhindre uaktsom fremmedfinansiering<sup>15</sup>. Stabil finansiering skal sikres gjennom kortsiktige likviditetsstandarder<sup>16</sup> og langsiktige kvantitative likviditetskrav.<sup>17</sup>
- Utvide tilsyns fullmakt til å kreve ytterligere bevaringsbuffere i perioder med overdreven kredittvekst.<sup>18</sup>

Nødvendig mengder ansvarlig kapital skal sikre at kredittforetak og investeringsfirma bedre absorberer uforutsett underskudd og tap. Ved overdreven kredittvekst skal selskapene være beskyttet mot risikokonsentrasjoner. Samtidig får selskapene på både kortsiktig og langsiktig sikt en mer bærekraftig finansieringsprofil. Ved å harmonisere finansielle regulering skal CRR følge opp EU sine finansielle støttepakker til finansmarkedet.

## 2 Verdipapirisering

### 2.1 Hva er verdipapirisering?<sup>19</sup>

Med verdipapirisering (engelsk; ”*securitisation*”) menes finansiering av utlånsvirksomhet gjennom penge- og obligasjonsmarkedet. En vid definisjon omfatter alle former for finansiering gjennom verdipapirmarkedene, enten det er utstedelse av aksjer, obligasjoner, eller sertifikater.<sup>20</sup> En snevrere generisk definisjon er kontantstrømobligasjoner; dvs. obligasjoner med sikkerhet i bestemt aktiva. Verdipapirisering som begrep anvendes fordi ikke-omsettelige utestående fordringer (heretter forkortet til fordringer) konverteres om til omsettelige verdipapirer.

Det finnes to hovedmodeller av verdipapirisering;

---

<sup>15</sup> Basel 3 s. 8-9 og 61, sml. CRR art. 416, 417(1), 436(1) litra d, 441(1) litra j, 475, og 482

<sup>16</sup> CRR art. 401, sml. Art. 403-413, 444, 480(2), og 481(1)

<sup>17</sup> Basel 3 s. 9, sml. CRR art. 414-415

<sup>18</sup> Ibid s. 7, sml. CRD IV art. 128(1) litra b, art. 129(3), 149(6)

<sup>19</sup> NOU 2001: 23, Kap. 6

<sup>20</sup> Basel 3, del II avsnitt 538

- 1) Den anglosaksiske modellen<sup>21</sup>, hvor fordringer samles i porteføljer for salg til spesialforetak. Spesialforetaket finansierer kjøpet ved å utstede obligasjoner. Den anglosaksiske modellen skiller mellom;
  - a) *Tradisjonell verdipapirisering*<sup>22</sup>, hvor aktiva fysisk overføres til spesialforetaket, selv om da rentebytter fortsatt kan anvendes<sup>23</sup>.
  - b) *Syntetisk verdipapirisering*<sup>24</sup>, hvor kredittinstitusjoner beholder aktiva på finansregnskapet, men benytter seg av kredittderivater for å redusere finansiell risiko i underliggende aktiva.
- 2) Det sentraleuropeiske hypotekbanksystem<sup>25</sup>, hvor hypotekbanker yter lån til avgrensede formål, og finansierer virksomheten gjennom utstedelse av obligasjoner med fortrinnsrett. Det karakteristiske med disse obligasjonene er at fordringene forblir på kredittinstitusjonens regnskap, samtidig som investorene får fortrinnsberettiget regressadgang til kredittinstitusjonens aktiva ved insolvens. Spesiallovgivning regulerer prosessen, pantsettelsen, krav til belåningsgrader, balansen mellom innlån og utlån, og hvilke rettigheter investorene har ved insuffisiente obligasjoner. Særskilte regler og særegent tilsyn fra offentlig myndighet og tillitsmenn av kredittinstitusjonene gjør obligasjonene til sikre investeringsobjekter. Obligationene har da en særstilling i flere EU-direktiver.

Denne oppgaven fokuserer på tradisjonell verdipapirisering i den anglosaksiske modellen. Det er denne modellen det siktes til når begrepet ”verdipapirisering” anvendes. Til forskjell fra det sentraleuropeiske hypotekbanksystemet, har ikke denne modellen tradisjonelt sett vært underlagt strenge kapitalkrav. Egenkapitalandelens innvirkning på verdipapirisering

---

<sup>21</sup> NOU 2001: 23, Kap. 6. Banklovkommisjonen, og Robbé (2011) s. 3-7

<sup>22</sup> Jf. Basel 3, del II avsnitt 539 og CRD art. 4(37)

<sup>23</sup> Rentebytte er også et derivatinstrument. Derivater er kontrakter for spekulering i en pris som stammer fra prisen på en underliggende eiendel(tenk engelsk; ”derive”). Er teknisk sett en forsikring mot verdifluktasjoner.

<sup>24</sup> Jf. Basel 3, del II avsnitt 540 og CRD art. 4(38)

<sup>25</sup> NOU 2001: 23, Kap. 8.2. Se særlig tyske ”Pfandbriefe” og danske ”realkredittobligasjoner”, hvor obligasjoner med fortrinnsrett anvendes. Dette markedet er i økende vekst i Norge.

vil hovedsakelig drøftes i relasjon til kredittinstitusjonen, men som oftest vil en kredittinstitusjon samtidig bedrive investeringer.

### 2.1.1 Teknisk innhold i den anglosaksiske modellen

Ved tradisjonell verdipapirisering skiller en kredittinstitusjon ut en standardisert gruppe fordringer, som samles i en portefølje for videresalg til et ”*spesialforetak*”.<sup>26</sup> Kredittinstitusjonen sammenslår og transformerer fordringene til verdipapirer. Det overordnede formålet er å omdanne kontantstrømninger (tilbakebetalingen fra debitorerne til kreditorene) fra de underliggende fordringene til obligasjoner før salget. Kort sagt; verdipapirisering transformerer fordringer om til kontantstrømobligasjoner. Det finnes tre hovedgrupper (med undertyper) av kontantstrømobligasjoner<sup>27</sup>;

- 1) Boliglånsobligasjoner;
  - a) Private
  - b) Kommersielle
- 2) Strukturerte verdipapiriserte gjeldsobligasjoner (omverdipapirisering);
  - a) Pantsikret lån; kredittkortlån, billån, forbrukerlån, lån til små og mellomstore foretak.
  - b) Pantsikret verdipapirisert obligasjon; kommersielle og private.
- 3) Andre kontantstrømobligasjoner i snever forstand; eks. verdipapirisering av fremtidige kontantstrømninger og overskudd, leieinntekter, misligholdte lån, offentlig gjeld, negativ egenkapital, kontantstrømninger fra drift<sup>28</sup>, diverse rentebærende verdipapirer, immaterielle eiendeler osv.

---

<sup>26</sup> CRR art. 4(37)

<sup>27</sup> PWC (2007) s. 8, Nr.1 og 2 er kjent som ”true sale securitisation”

<sup>28</sup> Kjent på engelsk som ”whole sale business securitisation“

Spesialforetaket finansierer ervervet av låneporteføljen gjennom emisjon av sertifikater eller ”kortsiktige obligasjoner”<sup>29</sup>, rettet mot institusjonelle investorer. En tilrettelegger gjennomfører emisjonen via fulltegningsgaranti. Investorene er med på å omgjøre obligasjoner til sertifikater. En fordring kvalifiserer til verdipapirisering på bakgrunn av type pant og sikkerhetsstillelse med påheftet gjeldsgrad, størrelse på minimumslån, debitorinntekt, sesongforfall, geografiske forhold, og forsikring.

Fordringene samles i såkalte transjer i en hierarkisk nedbetalingsstruktur basert på hvor likvide kontantstrømningene fra debitorene er.<sup>30</sup> Transjene klassifiseres tradisjonelt som prioritert, mellomprioritert og etterprioritert, hvor porteføljene hovedsakelig består av prioriterte transjer. Prioriterte transjer nedbetales først til investorene, etterprioriterte transjer bærer tap først. Transjene organiseres etter hvor kompleks innkassering, dokumentasjon og ansamling av fordringene er, hvor mangfoldig kontantstrømningene er, og hvilke debitorbeskyttelser fordringene er påheftet. Kontantstrømobligasjoner innad i transjen organiseres etter løpetid og rentestruktur. Kontantstrømningene fordringene genererer har innvirkning på nedbetaling av renter og hovedstol på sertifikatene. Investorene spekulerer dermed i nedbetaling av fordringene. For investorene og deres klienter vil rentene på kontantstrømobligasjonene utgjør klientenes avkastning.

Transjene med kontantstrømninger kan enten

- Struktureres for å kompensere for utsatt nedbetaling fra enkelte debitorer (misligholdt nedbetaling), slik at spesialforetak og investorene opprettholder visse inntekter, og dermed unngår store underskudd og tap. Kontantstrømningene kan nemlig støtte opp om hverandre på tvers av transjer, og dermed utjevne hverandre.<sup>31</sup>

---

<sup>29</sup> Av praktiske årsaker vil *sertifikat* her også omfatte kortsiktige obligasjoner. På engelsk jobber man med definisjonene bill (sertifikat – løpetid inntil 12 mnd.), note (kortsiktig obligasjon – løpetid 1-5 år), og bond (långsiktig obligasjon – løpetid 5-20 år). I Norge omfatter obligasjoner både note og bond.

<sup>30</sup> CRR art. 4(38)

<sup>31</sup> Kjent som «*subordination*» - underordning, og «*overcollateralization*» - overflødig tilbakebetaling. Er ønskelig hvor det ikke er tegnet kredittderivater for kontantstrømobligasjonene.

- Gi spesialforetaket og investorene potensielt større avkastning gjennom høyere renter pga. misligholdt tilbakebetaling.
- Omstruktureres av investorene for omverdpapirisering<sup>32</sup> og videresalg til andre mer risikovillige investorer(gjelder særlig når illikviditeten overstiger investorenes risikoholdning).
- Oppleve at kontantstrømningene ikke presterer, med den følge at spesialforetaket tar ut pantrealisasjon for å sikre investorenes sertifikater. Så lenge pantet er suffisient, vil investorene ikke lide tap.

Antall debitorer som verdipapiriseres i en transaksjon varierer fra for eksempel 50-100 kommersielle lån til 5000-10 000 boliglån, 20 000 bil- og forbrukerlån, og 30 000 kredittkortlån.

### 2.1.2 Verdipapirisering i finansmarkedet<sup>33</sup>

Finanssystemet tilfører økonomisk vekst gjennom utføring av fem særskilte funksjoner;

- a) Produsere informasjon
- b) Følge opp investeringer og gjennomføre forretningsledelse
- c) Risikohåndtering
- d) Anskaffe midler for finansiering
- e) Forenkle finansielle transaksjoner

Verdipapirisering faller inn under c, da prosessen søker å fordele risiko blant risikovillige investorer. Kontantstrømobligasjoner forvalter risiko på tre særlige måter;

- Fordeler risiko av tvers av sektorer.
- Distribuerer risikoavsetninger blant investorer.
- Demper kredittrisiko<sup>34</sup> ved å blande likvide og illikvide kontantstrømninger.

---

<sup>32</sup>CRR art. 4 (39)-(41)

<sup>33</sup> Avgouleas ( 2012) s. 23-24 og 27

Verdipapirisering kalles strukturert finans fordi illikvide resultatregnskap omstruktureres ved bruk av likvide konstantstrømninger. Fordi kredittinstitusjonen fjerner fordringene fra finansregnskapet sitt ender det opp med et ”ikke-balansertført arrangement”. Verdipapirisering påvirker allokering av egen- og fremmedfinansiering. Økonomisk vekst stimuleres ved å samle ressurser til risikoinvesteringer, utjevne kredittrisiko, og konsentrere risikostyring.

### 2.1.3 Partene i en verdipapiriseringsprosess

#### 2.1.3.1 Spesialforetaket<sup>35</sup>

Spesialforetakets oppgave er kun å eie kontantstrømobligasjonene og nedbetale sertifikatene til investorene. Spesialforetaket settes opp som en selveiende stiftelse, men forvaltes av en tillitsmann. Slik unngår kredittinstitusjonen å få et datterselskap hvor finansregnskap må konsolideres.<sup>36</sup> Ved å etablere spesialforetaket i et lavskatteland med liberale etableringsregler, eksempelvis Kypros, Irland, Luxembourg, eller Nederland, blir etableringskostnader og skattekostnadene minimale.

#### 2.1.3.2 Forvalter<sup>37</sup> og tillitsmann<sup>38</sup>

Forvalteren innkasserer fordringene og inndriver hovedstol og renter på vegne av spesialforetaket mot avgift. Som oftest opptrer kredittinstitusjonen eller dets datterforetak som forvalter. Fordringene videreformidles til tillitsmannen som overfører hovedstol og renter til investorene. Tillitsmannen har diverse oppgaver;

- Føre kontroll med spesialforetaket og forvalteren og ivaretar kredittinstitusjonens rettigheter etter låneavtale.

---

<sup>34</sup> «Risiko for tap som følge av at en motpart misligholder sin forpliktelse», fra Norges Bank skriftserie nr. 34 2004 s. 34.

<sup>35</sup> CRR art. 4(45)

<sup>36</sup> Kjent på engelsk som ”true sale securitisation”.

<sup>37</sup> CRR art. 137(1) nr. 9

<sup>38</sup> ibid art. 4(45)

- Sørge for at rente- og avdragsbestemmelser overholdes.
- Gjennomføre rentejusteringer.
- Ivareta spesialforetakets informasjonsplikt ovenfor kredittinstitusjonen og børsmarkedene.
- Foreta nødvendige juridiske handlinger for å beskytte kredittinstitusjonens interesser.

#### 2.1.3.3 Ratingbyråer<sup>39</sup>

Ratingbyråer benytter statistiske metoder for å vurdere transjene. Karakteren på en transje beror på bl.a. hvilket gjeldsbrev som er benyttet, og sannsynlighet for illikviditet og insuffisiens. Transjene sikrer en kostnadseffektiv analyse av kontantstrømobligasjonenes kredittrisiko og nedbetalingsmønster. Emisjon av obligasjoner gir gjerne bedre karakter en et direkte lån, fordi ratingbyråene og investorene fokuserer på transjens kvalitet, og ikke kredittinstitusjonens finansregnskap.

#### 2.1.3.4 Støttetiltak

Kredittinstitusjonen kan yte støttetiltak til spesialforetaket slik at fordringene dekker rettidig nedbetaling av sertifikatene. Eksempler er tilførsel av egenkapitalstøtte fra tredjepart, vanlige lån, kontantreserver, eller forskjellige garantier, subordinering, delvis tilbakebetaling av salgsvederlag, eller bruk av derivater. Fordi obligasjonene og sertifikatene har forskjellige rentestrukturer benyttes rentebytte eller valutabytte. Sertifikatene utstedes da med en rentebinding, og utstedes i en valuta som gir gunstig finansiering. Investorer får rente tilknyttet pengemarkedet mens renten på kontantstrømobligasjonene enten er fast eller fluktuerende.

---

<sup>39</sup> CRR art. 130, mest markante aktører er Standard & Poor's, Moody's og Fitch

#### 2.1.4 Situasjonen i Norge

Erverver og selger av kontantstrømobligasjoner i Norge må ha konsesjon etter finansieringsvirksomhetsloven, se særlig kapittel 1 Del V §§ 2-36 til 2-39. Det har tradisjonelt sett ikke vært et marked for verdipapirisering i Norge, og teknikken har ikke vært utbredt i Skandinavia for øvrig. Santander Consumer Bank AS gjennomførte de første verdipapiriseringstransaksjonene i Norge i oktober 2011, da banken solgte sin portefølje med billån på 10,6 mrd. kroner til Bilkreditt 1 Limited i Irland.

## 2.2 Rasjonale for verdipapirisering

### 2.2.1 Finansielle fordeler

Emisjon skaffer kredittinstitusjonen snarlig finansiering, diversifiserer institusjonens finansieringskilder, og overfører kredittrisiko til spesialforetaket.<sup>40</sup> Omstrukturering av finansregnskapet gjør det enklere å overholde krav om ansvarlig kapital, og reduserer lovgivningsmessige byrder.

Transjer som får høy karakter av et ratingbyrå senker renten som må betales til investorene. Tiltak fra kredittinstitusjonen for å støtte opp om nedbetalingen av sertifikater forsterker investorenes pant, og kan senke renter på sertifikater ytterligere. Som omsettelige verdipapirer oppnår kontantstrømobligasjonene bedre karakter enn som en illikvid fordring; jo høyere karakter transjene oppnår, desto flere kan og vil investere i dem.

Da hovedstol og renter betalt på debitorenes obligasjoner til spesialforetaket er høyere enn hovedstol og renter betalt på spesialforetaket sertifikater til investorene, oppnår kredittinstitusjonen en rentefordel. Rentefordelen ender opp hos kredittinstitusjonen enten gjennom f. eks. tjenesteavgift eller som rente på underordnet lån til spesialforetaket.<sup>41</sup> Dette er også kjent som en arbitrasjetransaksjon, hvor man søker å utnytte forskjellen mellom to

---

<sup>40</sup> Avgouleas (2012) s. 40

<sup>41</sup> Rentefordeler samles vanligvis i en egen transje som skal kompensere for eventuell misligholdt nedbetaling.



markeder. I dette tilfellet mellom kapitalmarkedet og pengemarkedet. Rentefordelen kan gi kredittinstitusjonen ekstra drifts- og finansieringsinntekter, driftsoverskudd og økt egenkapitalbeholdning. Hvor kredittinstitusjonen ikke har god nok kreditt for å kunne erverve visse obligasjoner, kan spesialforetaket og kontantstrømobligasjonene være det. Verdipapirisering utvider kredittinstitusjonens finansieringskilder til å inkludere det internasjonale kapitalmarkedet.

### 2.2.2 Regnskapsmessige fordeler

Reduserte utestående fordringer, og innkassering av salgsvederlag og avgiftsinntekter, forbedrer kredittinstitusjonens finansielle forholdstall. Salgsvederlaget kan benyttes til å betale ned gjeld, så kredittinstitusjonen har mindre aktiva, mindre gjeld, og tilfører renteinntekter til egenkapitalbeholdningen. Fordi balanseregnskapet er mindre, blir det lettere å forvalte, og kredittinstitusjonen sparer administrasjonskostnader. Ved å forbedre egenkapital- og totalkapitalrentabilitet, gjeldsgrad, kapitalavkastning, nettoinntekt, og rentedekningsgrad, reduseres kredittinstitusjonens kapital- og finansieringskostnader. Verdipapirisering er derfor en gunstig finansieringskilde for små og mellomstore institusjoner.

### 2.2.3 Andre formål

Emisjon av sertifikater muliggjør mer langsiktig finansiering for kredittinstitusjonen enn et vanlig innlån. Misforhold mellom aktiva og gjeld blir da lettere å håndtere. Mottatt salgsvederlag kan benyttes som ytterligere sikkerhetsstillelse i kredittinstitusjonens betalingssystem. En fremadstormende kredittinstitusjon kan forbedre sitt image i investormarkedet ved å handle med høyt rangerte og anerkjente investorer, og gjøre det lettere å tegne obligasjoner uten sikkerhet. På den andre siden har investorer en mindre fremtredende forhandlingsposisjon enn det en bank har når innholdet i lånevilkår fastsettes. Investorene tilbyr markedsdisiplin, noe som virker korrigerende og oppstrammende på systemrisiko. Verdipapirisering overfører restriksjonsdokumenter tilknyttet fordringene til spesialforetaket, eks. negativ pantsettelseserklæring og debitoroppgivelse. Velger

kredittinstitusjonen å benytte egne filialer til å forvalte kontantstrømobligasjonene for spesialforetaket, oppnår kredittinstitusjonen også stordriftsfordeler.

#### 2.2.4 Ulemper

Ved å benytte likvide kontantstrømninger til å utjevne illikvide kontantstrømninger kan kredittinstitusjonen oppleve nedgradering av sin kredittverdighet. Revisorer, ratingbyråer og advokater gjør at gjennomføring av prosessen blir kostbar. Strenge regnskapsstandarder gjør prosessen er teknisk sett vanskelig å gjennomføre fordi kredittinstitusjonen og spesialforetaket må ha separate finansregnskap. Debitorinnsigelser mot kreditorbytte kan skape spenninger mellom debitorerne og kredittinstitusjonen. Transjene blir fort overpriset fordi kontantstrømningene fluktuierer hyppig.

#### 2.2.5 Økonomiske fordeler<sup>42</sup>

Fordi EU sin banksektor er relativt stor i forhold til dets BNP, vil verdipapirisering lette juridiske og fysiske tilgang til finansiering gjennom kapitalmarkedet. Verdipapirisering avdemper endringer av innlånsvilkår i interbankmarkedet. Dette er gunstig for små og mellomstore bedrifter, som er sensitive ovenfor multiplikatorvirkninger<sup>43</sup>. Verdipapirisering har gjort det primære lånemarkedet<sup>44</sup> mindre sensitiv ovenfor kredittørke. Prioriterte transjer er mer likvide handelsobjekt i et andrehåndsmarked<sup>45</sup> enn et alminnelig lån. Verdipapirisering er et viktig finansieringsinstrument i realøkonomi fordi salg og gjenkjøp av kontantstrømobligasjoner tilfører likviditet til finansmarkedet. Når salgsvederlag og rentefordeler benyttes til utlån og investeringer, øker kundekretsen, konsumentens totale kapitalkostnader senkes, og BNP forbedres. Forbedrede finansielle forholdstall senker rentene til kredittinstitusjonens kunder. Transjene sprer risiko effektivt

---

<sup>42</sup> Riddiough (2010) s. 16-18 sml. HKIMR Working Paper No. 24/2011 v. Hong Kong Institute for Monetary Research, Association for financial markets in Europe /Finance for Europe (2012) s. 2-4

<sup>43</sup> Virkning av offentlig forbruk og/eller reduserte skatter.

<sup>44</sup> Marked hvor lånet utstedes for første gang til forretninger, boligkjøp, kredittlån etc.

<sup>45</sup> Salg og kjøp av lånet.

ved å tilby forskjellige risikoavkastninger. Selskapsgjennomgang av debitorer fører til effektiv pantsettelse. Transjer dekker et bredt spekter av risikovilligheter som utfyller tomrom i investeringsmarkedet. Prioriterte transjer er attraktive investeringsobjekt for finansiering av forsikring og pensjon, fordi de tilbyr lavrisikable investeringer med overkommelig avkastning.

Et tilstrekkelig stort antall kontantstrømobligasjoner i hver transje forhindrer konsentrasjoner av systemrisiko. På den annen side vil etterprioriterte transjer kunne forvaltes av investorer med riktig risikoekspertise slik at kredittrisiko reduseres. Kombinasjoner av kontantstrømninger gjør kontantstrømobligasjoner mindre sensitiv ovenfor rentesjokk. Individuelle standardiserte kontrakter og kontantstrømobligasjoner, reduserer transaksjonskostnader. Et interessant tiltak i dette henseende er stiftelsen av PCS – Prime Collateralised Securities – en slags beste praksis for gjennomføring av verdipapirisering.<sup>46</sup> Markedet for verdipapirisering har vært dalende innen EU de siste årene, delvis pga. støttepakker fra sentralbanker og strengere kapitalregler. Siden verdipapiriseringsmarkedet er relativt liten i forhold til det primære lånemarkedet, er det betydelige muligheter for ekspansjon.

#### 2.2.6 Økonomiske ulemper<sup>47</sup>

Transjene utvider de forvaltningsmessige forpliktelsene til meglere hos kredittforetaket og investorene, og setter debitorene under mer press til å nedbetale lånene. Økt likviditet senker aktsom oppførsel og gjør investorene mer sårbare ovenfor kredittrisiko. Det er lite insentiv til å overvåke og revaluere etterprioriterte transjer når revalueringskostnadene er høye. Passive investorer kan da unngå å oppdage kredittrisiko. Uønskede debitorer kan oppleve å presses ut som kunde for å forenkle forholdet mellom meglere og debitorer, og konsumentbeskyttelsen kan gå ned som følge av uheldige rutiner for sikkerhetsstillelse og

---

<sup>46</sup> Se også andre private initiativ som “Dutch securitisation association” for kommersielle boliglånstandarder og “True sale international” for billånstandarder

<sup>47</sup> Riddiough (2010) s. 18-27

fulltegningsgaranti. Kausjonsprosessen er sårbar for manipulasjon slik at garantisten unngår personlig ansvar ved investeringstap. Fordi meglerprovisjon bestemmes av volum i transjer kan det lett oppstå risikokonsentrasjoner i transjene.

Investorer har en tendens til å favorisere finanskapital og store mengder kontantstrømobligasjoner fremfor omdømmekapital. Insolvens hos debitorer kan få utilsiktede virkninger for fremmedfinansierte investeringer. Innebygd gjeld i kontantstrømobligasjonene reduserer dessuten rentefordeler. Komplekse kreditorkjeder og en lukket ”*skyggeindustri*”<sup>48</sup> gjør igjen at investorer overser kredittrisiko. Oversikten over kredittrisiko i prioriterte transjer er mer overordnet. Investorene kan da lett unngå å identifisere risiko. Illikviditet kan da forplante seg til andre transjer. Slik uaktsom oppførsel hos investorer kan skape usikkerhet selv i prioriterte transjer, og dermed skape ubalanse i finansmarkedet. Stridigheter mellom debitorer og investor er vanskelig å koordinere og forhandle. Dette gjør at mange investorer ved illikvide transjer velger å tiltre pant fremfor å la debitorer refinansiere gjelden sin. Dette leder til ineffektiv utnyttelse av kontantstrømobligasjonene.

### 3 Rettsøkonomiske modeller<sup>49</sup>

#### 3.1.1 Analyse

Egenkapitalandelen vil virke inn på kredittinstitusjonenes atferd, som vil endre oppførsel ved å tilpasse seg til fordeler og ulemper ved egenkapitalandelen. Egenkapitalandelen skaper incentiver, og tilpasning skjer gjennom rasjonell opptreden der kredittinstitusjonen sammenligner flere handlingsalternativ og deres utfall. Rasjonell atferd er sentralt for

---

<sup>48</sup> På engelsk; ”shadow banking”, omfatter alminnelig kredittformidling, betalingsutsettelse, likviditetstilførsel og arbitrasjehandel, men hvor forretningsvirksomheten faller utenfor lovverket pga. smutthull, eller kun er delvis regulert. Fordi «*skyggevirksomheten*» ikke nyter lisensbeskyttelse støttes ikke transaksjonene i industrien av innskuddsgarantier og kapital fra sentralbanker. Operasjoner i skyggeindustrien innebærer derfor betydelig mer risiko enn i den vanlige finansindustrien.

<sup>49</sup> Eide (2008) s. 27-37

hvordan kredittinstitusjoner velger å etterspørre, produsere og selge kontantstrømobligasjoner. Med rasjonell atferd siktes det til her formålsrasjonell atferd, dvs. der individuell behovstilfredsstillelse er styrende.

Frikonkurransemodellen anvendes for å analysere egenkapitalandelen. Frikonkurransemodellen forutsetter at aktørene i verdipapiriseringsmarkedet er de beste dommerne over egen situasjon. Frikonkurransemodellens forutsetninger er;

- Kredittinstitusjonene kan etablere kontantstrømobligasjoner momentant.
- Verdipapiriseringsmarkedet er atomistisk og heterogent.
- Det er full kontraktsfrihet med bona fide transaksjoner.
- Ingen risiko- eller transaksjonskostnader.
- Fullstendig informasjon om transaksjoner.

Velferdsteoriens 1. og 2. fundamentalteorem presiserer da at

- a) Enhver likevektsløsning i frikonkurransemodellen er Pareto-effektiv.
- b) Kostnadsfri omfordeling av inntekter muliggjør Pareto-effektive løsninger gjennom frikonkurransemodellens desentraliserte beslutninger.

Verdipapiriseringsmarkedet tilbyr pareto-effektive resultat; en likevekt hvor ingen aktør kan få det bedre uten at minst en aktør får det verre. Kredittinstitusjonene handler slik at deres preferanser tilfredsstilles mest. Ved å overføre midler fra underpresterende og aldrene sektorer til nye innovative sektorer, realiserer verdipapirisering et allokerings- og produksjonseffektivt finansmarked. Produksjonseffektivitet betyr verdipapirisering til lavest mulige kostnader. Allokeringseffektivitet betegner en situasjon hvor man har en overføring av ressurser mellom kredittinstitusjonene som er mest mulig i samsvar med investorenes ønsker.<sup>50</sup> Samspillet mellom kredittinstitusjoner, investorer, og forsikringsselskap, bidrar til et utfall karakterisert av produksjons- konsum-, og allokeringsseffektivitet, som sammen fører til et Pareto-effektivt resultat.

---

<sup>50</sup> ibid s. 81-82

Hvorvidt egenkapitalandelen bidrar til et mer effektivt verdipapiriseringsmarked beror på en konsekvensutredning som tar utgangspunkt i en nyttekostnadsvurdering. Hvis nytten er lik kostnaden eller mer enn kostnaden er kapitalkravet ønskelig. Hvis ikke, kan Kaldor-Hicks kriteriet være behjelpelig. Da kan egenkapitalandelen være et nyttig middel hvis ulemper fra kapitalkravet kan kompenseres. Pareto-kriteriet, velferdsteori og Kaldor Hicks-kriteriet muliggjør drøfting av hvordan vi skal realisere frikonkurransemodellens forutsetninger. Ved å løse eventuelle avvik fra frikonkurransemodellen, kan EU tilstrebe et Pareto-effektivt resultat, eventuelt realisere Pareto-forbedringer.

Coase-teoremet gjør at transaksjonskostnader kan trekkes inn i vurderingen. Ved å minimere transaksjonskostnader vil ansvarsfordelingen mellom parter i verdipapiriseringsprosessen ha minimal innvirkning på deres ressursbruk. Coase-teoremet er veiledende for hvordan kostnader kan reduseres hos både kredittinstitusjonene og EBA, og da realisere et Pareto-effektivt resultat. Målsettingene til CRR bør nås med lavest mulige kostnader og ressurser og gi et resultat som er kostnads-, resultat-, og nyttekostnadseffektivt.

### 3.1.2 Hvorfor regulering og tilsyn<sup>51</sup>

Stordriftsfordeler, ufullkommen konkurranse, monopol, asymmetrisk informasjon, uaktsom oppførsel, og eksterne virkninger vil kunne føre til markedssvikt. Markedssvikt ovenfor kredittinstitusjoner, investorer og forsikringsselskap krever regulering og tilsyn. Med markedssvikt menes først og fremst ineffektivitet som følge av alternativkostnader og dødvektstap. Alternativkostnader er samfunnsøkonomiske kostnader hvor kontantstrømobligasjoner ikke utnyttes mest effektivt. Dødvektstap er reduksjon i konsument- og produsentoverskudd. Slikt overskudd oppnås ved at kredittinstitusjonene produserer transjer til gitte priser, investorene er villig til å betale for transjer til gitte priser, og partene inngår forsikringsavtaler for å redusere finansiell risiko. Regulering og tilsyn må

---

<sup>51</sup> ibid side 420

søke å redusere transaksjonskostnader, og organisere verdipapiriseringsindustrien mest mulig i samsvar med frikonkurransemodellen.

### 3.1.3 Styringssvikt

Hvor egenkapitalandelen leder til styringssvikt må lovgivningsmessige tiltak dempe og løse svikten.<sup>52</sup> Paretokriteriet, Kaldor Hicks-kriteriet og Coase-teoremet muliggjør korrigering av styrings-, og reguleringssvikt. Restriktiv risikoforvaltning kan skade individuell frihet i verdipapiriseringsmarkedet med ineffektive kontantstrømobligasjoner som konsekvens. Svakheter ved EU og EBA, sviktende faglige analyser, mangelfull innsikt i markeder, og maktspill mellom EU og EBA pga. interessekonflikter gjør at uvektet egenkapitalandel ikke realiserer likevektsløsninger. Ufullstendig kunnskap om reelle kostnader og effekter av kapitalkravet, og manglende oppfølging av resultater kan også føre til ineffektivitet.

En balanse mellom markedsøkonomi og planøkonomi må ta utgangspunkt i produksjons-, og allokeringseffektivitet, transaksjons-, administrasjons-, organisasjons- og alternativkostnader, og ønsket fordeling av produsent- og konsumentoverskudd. Hvis kapitalkravet fører til mer markeds- og styringssvikt enn de fordeler forsterket kapitalbeholdning fører til, bør kapitalkravet ikke opprettholdes.

## 4 Hvorfor CRR ble utarbeidet<sup>53</sup>

### 4.1 Kredittørke og resesjon

Som følge av pris- og kredittbobler har det globale lånemarkedet strammet inn tilgang på fremmedkapital. Kredittørken er en del av en finanskriser, som igjen er del av en pågående resesjon. En resesjon er en fase hvor to eller flere kvartalstall viser reduksjon i BNP. Resesjonen har vært global fordi privat og offentlig handelsoverskudd ble plassert i den globale ”skyggeindustrien” og det internasjonale gjeldsmarkedet av multinasjonale selskap.

---

<sup>52</sup>Eide (2008) s. 426-435

<sup>53</sup> Maatman (2009) s. 560-569, med henvisning til Avgouleas (2012) s. 89-154.

Systemrisiko på tvers av nasjonale finansmarkeder ble derfor en realitet, hvor insolvens kunne forplantet seg til flere land og kontinent samtidig.

Selv om BNP tallene har forbedret seg siden 2009, sliter medlemslandene i EU fortsatt med sterke markedssvingninger, redusert kjøpskraft, lav tillit blant konsumenter og investorer, utstrakte insolvens og pantrealisasjoner, og inflasjon. Høyt offentlig og privat gjeldsnivå vanskeliggjør forbedringsanslag. Mange regjeringer sliter med høy offentlig gjeld, nedgang i internasjonal handel, prisbobler og markedskrakk, redningspakker til bankindustrien og private obligasjonsholdere, og fiskale omveltninger.

Privat og offentlig gjeld har blitt en byrde for samfunnet fordi støttepakker til finansmarkedet sosialiserer et skattefinansiert dødvektstap. I tillegg har ustrakt konkurs og offentlige kutt økt arbeidsledigheten og fattigdom, og gjort at flere innen EU går på statlige trygdeytelser. Sosiale feller og alternativkostnader setter offentlige budsjett under ytterligere press og forlenger resesjonen.

## **4.2 Makroøkonomiske årsaker**

Makroøkonomiske årsaker er politiske insentiver og karakteristikk ved finanssystemet som påvirket finansielle institusjoner, uavhengig av hvilken innflytelse institusjonene hadde på disse.

### **4.2.1 Lavrentepolitikk**

For å sikre stabile priser i finansmarkedet satset mange sentralbanker på lavrentepolitikk. Dette gjorde at

- a) Bankene tynnkapitaliserte egen virksomhet i større grad enn de gav utlån.
- b) Gjeldsfinansiering ble generelt billigere med den konsekvens at flere juridiske og fysiske personer kunne betjene lån.
- c) Gjeldsbransjen blomstret og utvidet seg.



Denne gjeldssyklusen dannet en ynglingsplass for unormalt stort omfang av kontantstrømobligasjoner. Investeringsbankene reinvesterte deler av sitt overskudd i kredittinstitusjoner og eiendomsselskap, slik at gjelds- og boligmarkedet ekspanderte. Ekspandering av gjeldsmarkedet la grobunn for pris- og kredittboblen, og forsterket kreditt- og systemrisiko i gjeldsbransjen. Garanti for kontantstrømobligasjoner gjorde investeringsbankene mer utsatt for insuffisiens.

#### 4.2.2 Verdipapirisering

Pris- og gjeldsboblen skyldtes overpriset pant, undervurdering av risiko for mislighold av lån, og uaktsomme standarder for utlån.<sup>54</sup> Finansiell innovasjon og teknologiske gjennombrudd muliggjorde omverdipapirisering av store mengder kontantstrømobligasjoner på kort tid, og gjorde at enkelte kredittinstitusjoner og investeringsfirmaer ervervet uforsvarlig store mengder aktiva. System- og kredittrisiko ble derfor akkumulert og sentralisert. Komplekse prioriterte transjer gjorde investorene heller anvendte kredittratebyrå for kalkulering av kredittrisiko.

#### 4.2.3 Asymmetrisk informasjon og uaktsom oppførsel

Språk mellom notert og reell verdi på pant viste seg først gjennom boliglånsobligasjoner i det amerikanske obligasjonsmarkedet. Konglomeratbanker som nøt stordriftsfordeler, breddefordeler og store overskudd på den ene siden, og låne- og innskuddsgaranti fra stat og lokale myndigheter på den andre siden, oppmuntret til reduserte lånestandarder. Lån ble gitt til personer med begrenset likviditetsevne. Overinvesteringer i etterprioriterte transjer sikkerhetsstilt med stigende boligpriser oppmuntret til mer risikable utlån, og forlenget gjelds- og prisboblen. Algoritmer som investorer og kredittratebyrå benyttet for å prise kontantstrømobligasjoner, identifisere ikke system- og kredittrisiko i transjene. Når verdien

---

<sup>54</sup> Eksempel er hedgefondet Magnetar som investerte store posisjoner i etterprioriterte transjer, med den følgen at markedet for høyrisikolån blåste opp. På den andre siden tegnet Magnetar derivatkontrakter for de samme etterprioriterte transjene i tilfelle verdien av kontantstrømobligasjonene falt i verdi.

av pantet stagnerte, led investorene store tap, og illikviditet forplantet seg gjennom kredittmarkedet.<sup>55</sup>

#### 4.2.4 Nedregulering

Etter Gramm-Leach-Bliley loven ble innført i USA ble mange kommersielle banker investeringsbanker. Kommersielle bankers kapitalbeholdninger ble med det utsatt for uvante risikoformer. Økt investeringskonkurranse tvang fram aggressiv satsing på verdipapirisering og kontantstrømobligasjoner. Verdipapirisering var en lukrativ aktivitet for investeringsbanker fordi disse kunne vekselvis;

- a) Oppnå salgsvederlag og rentefordel ved verdipapirisering av egne kontantstrømninger.
- b) Opptre som henholdsvis forvalter, tilrettelegger, og tillitsmann i prosessen mot avgifter, på vegne av andre.
- c) Investere selv i transjer for å oppnå avkastning.

Pga smutthull i regelverket kunne kredittforetakene ta opp enorme innlån og samtidig respektere kravene til ansvarlig kapital. Basel I innførte risikovektede kapitalkrav, men foretakene kunne unngå disse kapitalkrav nettopp gjennom ikke-balanseførte arrangementer. Lønnsomheten og suksessen til strukturert finans gjorde at man i Basel II lettet på solvenstilsyn og kapitalkrav. Basel II prioriterte reduksjon av ustabilitet, som er en prioritet for selskapsledelse, framfor reduksjon av langsiktig markedsrisiko<sup>56</sup>, som da er et ansvar for finanstilsynet. For å øke finansiell produktivitet, ble mange nasjonale finansmarkeder nedregulert. Et eksempel på dette er Irland med sine liberale skatte- og etableringsregler for selskap.

---

<sup>55</sup> IMF anslår at tap assosiert med finanskrisen for kredittinstitusjoner og investeringsselskap innen EU ligger på rundt 1000 mrd. Euro, dvs. ca. 8 % av EU sitt BNP.

<sup>56</sup> «Risiko for tap i poster på og utenfor en balanse som følge av endringer i markedspriser, herunder egenkapitalverdi, varepriser og valutakurser», fra Norges Bank skriftserie nr. 34 2004 s. 34.

### 4.3 Mikroøkonomiske årsaker

Mikroøkonomiske årsaker sikter til årsaker som stammet fra sammenstilte insentiver fra kredittinstitusjonene og ratingbyråene i finansmarkedet.

#### 4.3.1 Feilslåtte insentivstrukturer

Det oppsto en sirkulær interessekonflikt. På den ene siden gjorde inntektene og overskuddet til kredittinstitusjonene at de senket kravene til selskapsgjennomgang av fordringene forut for salget. Fordi kredittinstitusjonene nettopp søkte å kvitte seg med ansvaret for fordringene, fikk ikke investorene eller kredittratebyråene tilstrekkelig informasjon om debitorerne. Lønnsomme bonusordninger for verdipapirisering førte til undervurdering av risikable fordringer. På den andre siden økte inntektene og overskuddet gjennom rentefordel og salgsvederlag jo større volum det var på transjene. Investeringsbankene genererte og lagret derfor så store mengder gjeld for verdipapirisering som var mulig. Når finansregnskapet til spesialforetaket begynte å vise røde tall økte kredittinstitusjonene støttetiltakene til spesialforetakene for opprettholde et godt rykte blant investorene, slik at pris- og gjeldsboblen fortsatte å vokse.

#### 4.3.2 Kredittratebyråer

Verdipapirisering førte til inflasjon av høye kredittkarakterer pga lovpåbud om karakterkrav for visse investeringsposisjoner, og fordi kredittratebyråene fikk betalt av kundene hvis transjer de vurderte. Kredittratebyråene overvurderte fordelene transjer medførte. En konsentrert industri med oligopolistisk<sup>57</sup> konkurranse gjorde byråene mer "klientvennlige". Byråene beholdt sin markedsposisjon ved utstedelse av gode karakterer, og hadde få insentiver til å forbedre sine forretningsmessige prestasjoner. Rentebytter ble overpriset av byråene, med overinvestering i rentebytter som konsekvens. Byråene anvendte ufullstendig historisk data i algoritmer ved kalkulering av kreditt og markedsrisiko. Byråenes interne retningslinjer prioriterte profitt fremfor kvalitativt gode metoder og standarder. Ulike

---

<sup>57</sup> Konsentrert marked med få deltakere.

nasjonale lover, legislative forhold, og ineffektivt sanksjonssystem førte til uthult anvendelse av byråenes etiske retningslinjer.

#### **4.4 Strukturelle årsaker**

##### **4.4.1 Hvor var tilsynet?<sup>58</sup>**

Den europeiske forsikringskomiteen (CEIOPS), den europeiske bankkomiteen (CEBS), og den europeiske verdipapirkomiteen (CESR) manglet ressurser til å koordinere felles operasjoner, og hadde begrensede fullmakter av hovedsakelig rådgivende karakter. EU hadde et inadekvat makrotilsyn av markedsrisiko. Den legislative strukturen innen EU prioriterte ikke overnasjonalt tilsyn og koordinasjon mellom nasjonale tilsyn. Utilstrekkelig samarbeid og utveksling av informasjon på tvers av medlemsstatene gjorde felles varsling vanskelig og passiviserte det nasjonale tilsynet. Smutthull i nasjonale lover, ulik intervensjonspraksis hos tilsyn, og ukoordinerte støttetiltak skapte spenninger mellom medlemsland<sup>59</sup>. På den ene siden hadde tilsynene ikke kompetanse eller kunnskap til å forutse krisen. De som hadde tilstrekkelig kompetanse, brukte ikke denne på riktig måte.

##### **4.4.2 Veien videre**

Selv om støttepakker fra sentralbanker forhindret at lånemarkedet stivnet i uheldige spor, gjorde selvforsterkende ringvirkninger at gjeldsmarkedet i større grad en før var preget av insolvens. Mange foretaks finansregnskap inneholder fortsatt investeringsposisjoner i overprisede og fremmedfinansierte kontantstrømobligasjoner. Reduksjon av fremmedfinansiering reduserer forbruk og investering, og samspillet mellom insuffisiens og illikviditet truer med å gjenoppstå.

---

<sup>58</sup> Moloney (2010) s. 1319-1320, og De Larosiere (2009) s. 39-42.

<sup>59</sup> Ice Save saken er her et skoleeksempel på ukoordinert tilsyn på tvers av medlemslandene.

## 5 Konsekvenser av kredittørken<sup>60</sup>

### 5.1 Omstrukturering av tilsyn

Som følge av kredittørken har det blitt satt spørsmålstegn ved om verdipapirisering bidrar til et effektivt finansmarked. En fundamental omstrukturering av nasjonalt og overnasjonalt tilsyn innen EU har blitt nødvendig.<sup>61</sup> Patologien til EUs indre marked ble avslørt, og medlemsstatenes egne tilsynsmodeller blottlagt. I tillegg er det urimelig at medlemsstatenes skattebetalere bærer kostnadene for feilslåtte EU-institusjoner. Til syvende og sist lider nasjonale finanstillsynenes budsjett pga offentlige innstramminger.

EU må forsterke investorenes tillit til verdipapirisering, forbedre insentivstrukturer og effektivisere sanksjonsmekanismer. Sentralisering av tilsyn har blitt en prioritet. Koordinering og strategier for å imøtekomme svikt i kredittmarkedet er på dagsordenen. Debatten raser om hvilken rolle finansregulering skal ha i EU. Nåværende regelregime identifiserte ikke finansiell risiko. EU-reglene fanget ikke opp irrasjonell oppførsel og inadekvat risikohåndtering. Nye regler må ta høyde for gjensidige avhengige markedsaktører og overdreven tillit til ensartede modelleringer for forutberegning av finansiell risiko. Lovgivning alene vil ikke forbedre kredittmarkedet. Vedvarende usikkerheter og risiko i verdipapiriseringsmarkedet må håndteres på en ny måte. EU sine lovgivere har lært at tilsynet må være

- a) Pågående og merkbart for markedsaktørene.
- b) Skeptisk men føre var, ved å sette spørsmålstegn ved handlinger og valg hos investeringsselskap og kredittinstitusjoner.
- c) Allsidig ved å være konstant årvåken ovenfor markedsrisiko, og utvikle mer effektive varslingssystem.
- d) Avpasset og tilrettelagt, og i fortløpende læringsmodus ved å gjennomgå nye markeder, produkter, og tjenester for verdipapirisering, herunder risiko ved disse.

---

<sup>60</sup> Economic and Financial Affairs (2009)

<sup>61</sup> Maatman s. 567-569, med henvisninger til blant annet De Larosiére rapporten, Turner-rapporten, rapport fra G30-finansgruppen og G20-erklæringen.

- e) Endelig og avsluttende, ved at tiltak som settes i gang og gjennomføres.

Fornålet er å motvirke pris- og kredittbobler systematisk, og effektivisere varslingssystemer slik at kredittrisiko og uaktsom oppførsel i finansmarkedet minimeres. For å nå dette mål har EU yttet viktige finansielle støttepakker, utarbeidet legislative endringer, og gjennomført institusjonelle forandringer.

## 5.2 Støttepakker

EU lanserte European Economic Recovery Plan i desember 2008 for å opprettholde konsument- og investortillit, stimulere kjøpekraft, øke kredittetterspørsel og "herde" forretninger og arbeidsmarkedet. Støttepakkene "*European Financial Stabilisation Mechanism*"<sup>62</sup>, "*European Stability Mechanism*"<sup>63</sup> og tiltak fra "*European Financial Stability Facility*" har stimulert offentlig økonomi og valutapolitikk. Institusjonelle hjelpepakker fra sentralbanker har bidratt til likviditet i kredittmarkedet. Offentlige injeksjoner og smertelindrende pengepolitikk har dempet systemrisiko i økonomien. Utstrakt offentlig involvering i finanssystemer utgjør fortsatt en betydelig risiko for statlige finanser. Offentlige injeksjoner og smertelindrende pengepolitikk har dempet systemrisiko i EU. Utstrakt offentlig involvering i nasjonale finanssystem utgjør en betydelig risiko for statlige finanser. Støttepakkenes kostnader har tilsvart 5 % av Unionens BNP, men har avtatt siden 2011. Nå skal legislative og institusjonelle reformer demme opp for gjeldsopphopningen i private og offentlige institusjoner.

---

<sup>62</sup> Forordning 407/2010/EU

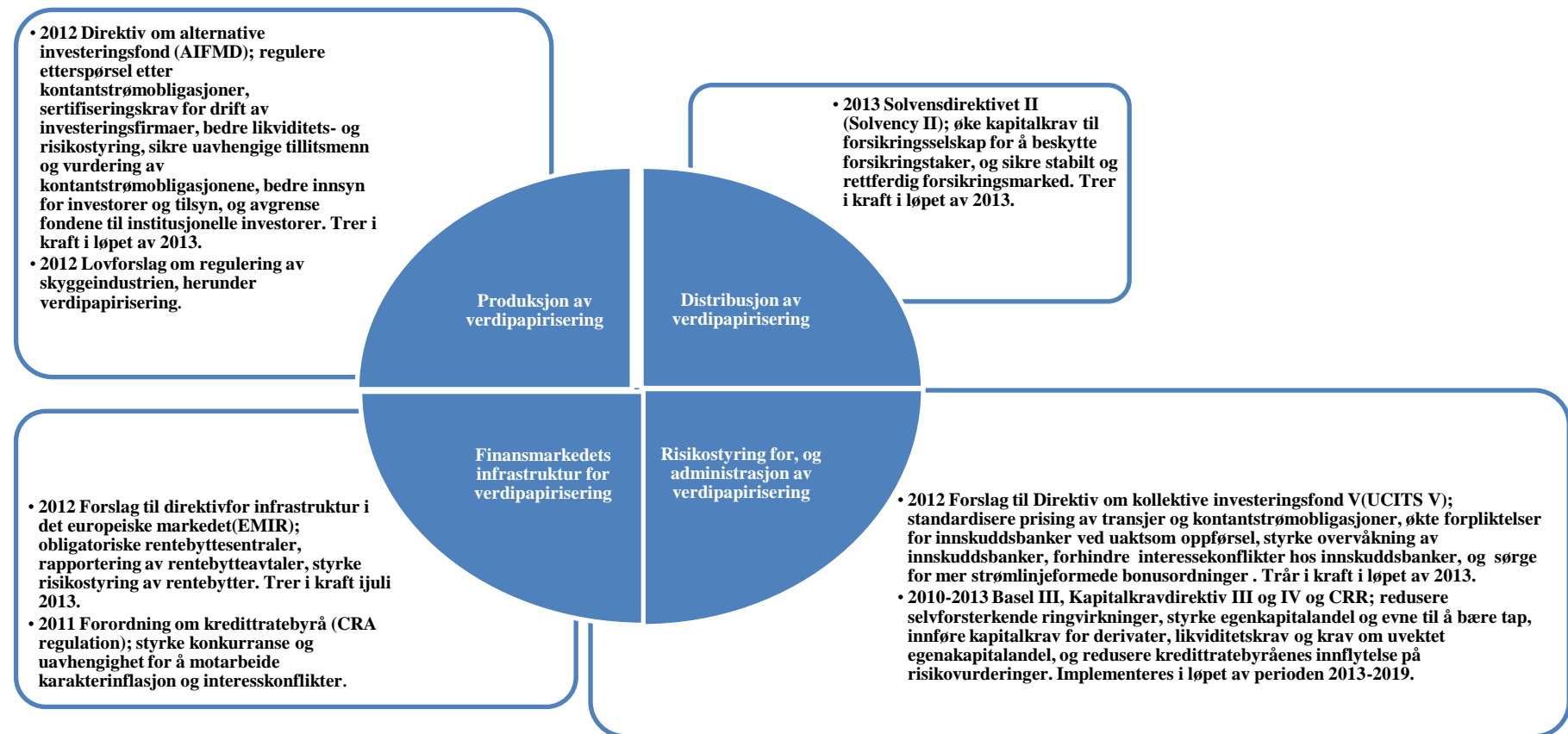
<sup>63</sup> TFEU art. 136

European Financial Stability Facility (EFSF); midlertidig selskap i Luxembourg (opphører i løpet av sommeren 2013). Kausjonert av medlemsstatene, hvor disse gradvis "trer ut" av kausjonsstrukturen. Har en lånekapasitet på 440 mrd. €, hvor alle medlemsstatene har lik tilgang på kapitalstøtte.

European Stability Mechanism (ESM); permanent mellomstatlig institusjon underkastet internasjonal rett. Består av 700 mrd. € selskapskapital, 80 mrd. € innbetalt kapital, og 620 mrd. € innløsbar kapital. Medlemmene trer ikke ut av institusjonen. Har en lånekapasitet på 500 mrd. €, hvor ESM er en fortrinnsberettiget fordringshaver (enkelte utsatte sektorer (f. eks. banksektoren i en utsatt økonomi) har derimot lik tilgang på kapital). Yter lån til medlemsstatene og kapitalinnskudd i primære gjeldsmarked og sekundære obligasjonsmarkeder. Finansierer rekapitalisering av institusjoner ved å yte lån til regjeringer, og ved å tegne obligasjoner i kapitalmarkedet.

European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM); program som støttes av finansmarkedet. Har en lånegrense på 60 mrd. €. Kommisjonen stiller som kausjonist, og EU sitt budsjett anvendes som sikkerhetsstillelse for finansiering av programmet. Under tilsyn av Kommisjonen skal programmet ivareta finansiell stabilitet i Europa ved å yte kapitalstøtte til EU sine medlemsland.

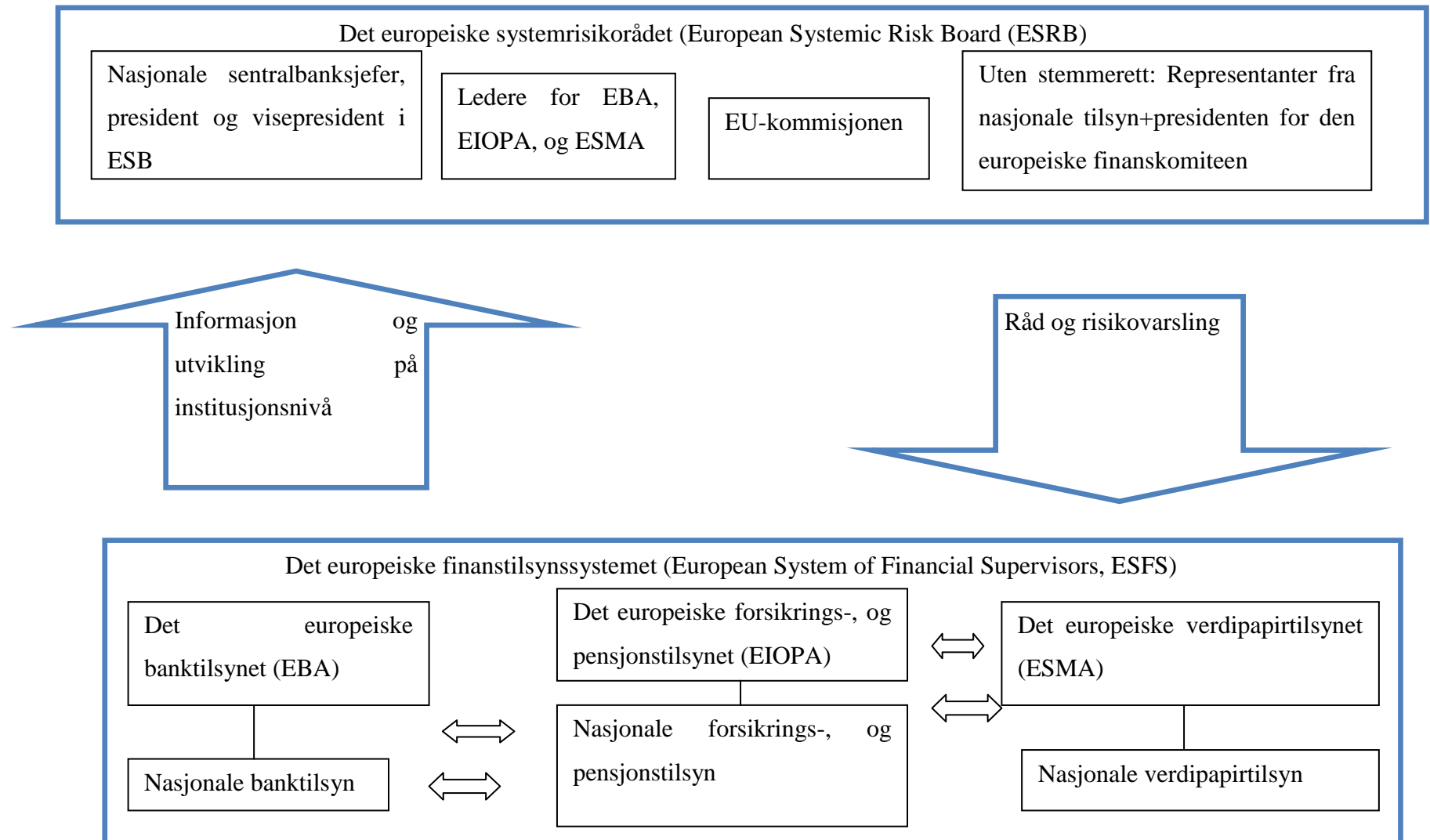
### 5.3 Konkrete legislative endringer for verdipapirisering





## 5.4 Institusjonelle endringer for tilsyn

Finanskrisen har lagt opp til en etterlenget reform av både nasjonale og internasjonale tilsynsregimer. To søyler for tilsyn har blitt satt opp;



ECOFIN foreslo å etablere ESRB og ESFS for bedre utveksling av informasjon og omregulering av finansmarkedet. De Larosiere rapporten foreslo en rekke lovreguleringer og etablering av overnasjonale europeiske tilsyn for overvåkning, forvaltningsvedtak, og utvikling av tekniske standarder og lisenskontroll. ESFS ble omstrukturert gjennom etablering av EBA, ESMA, og EIOPA etter henholdsvis forordning 2010 nr. 1093, 1094 og 1095.

- a) European Systemic Risk Board (ESRB), er ansvarlig for makroøkonomisk sektorbasert tilsyn av risiko i finanssystemet innen EU. ESRB tilbyr og følger opp advarselssystemer, og anbefalinger om hvordan uroligheter i finansmarkedet kan løses. Oppgaver inkluderer samarbeid med ESFS for å samle inn data om markedsforhold, identifisere og strukturere systemrisiko, konfidensiell utveksling av informasjon med Rådet, og samarbeide med andre overnasjonale organer som IMF og FSB.<sup>64</sup>
- b) European System of Financial Supervision (ESFS), ansvarlig for mikroøkonomisk funksjonsbasert tilsyn. Det ble etablert tre overnasjonale tilsyn; EBA, EIOPA og ESMA. Disse definerer standarder for nasjonale tilsyn, foster samarbeid og skaper konsistens i tilsyn på tvers av landegrenser, samt megler i konflikter mellom nasjonale tilsyn.<sup>65</sup>

Andre viktige forandringer innen tilsyn av finansmarkedet er<sup>66</sup>

- a) Prinsippene om harmonisering og gjensidig anerkjennelse modifiseres ved å utvide fullmaktene til EBA, EIOPA og ESMA.
- b) ”Hjemmestatskontroll” skiftes over til overnasjonale kollegiale tilsynsstrukturer.
- c) Avvikling av multinasjonale selskap blir et nasjonalt anliggende.

---

<sup>64</sup> Forordning 1092/2010

<sup>65</sup> Avgouleas (2012) s. 306-308

<sup>66</sup> ibid s. 265

Med ESRB og ESFS har EU har skapt et nytt rammeverk for vertikalt samarbeid mellom fiskale, strukturelle og finansielle institusjoner, og horisontalt samarbeid mellom medlemslandene. Klare rammeverk og reversering av dereguleringstreden i finansmarkedet til tross, med De Larosiére-tiltakene har EU innført mer prinsippbasert regulering og tilsyn enn det mer regelbaserte regimet som regjerte forut for finanskrisen. Et fleksibelt og prinsippbasert tilsyn er nødvendig for å tilpasse seg dynamikken i finansmarkedet.

## 6 Regulering og tilsyn innen EU<sup>67</sup>

### 6.1 EU retten og regulering av finansmarkedet

Med regulering i denne oppgaven siktes det til primær-, og sekundærlovgivning utformet av Europaparlamentet (Parlamentet), Europakommisjonen (Kommisjonen) og Det europeiske rådet (Rådet) – også kjent som ”troikaen”.<sup>68</sup> Denne ansamlingen av rettskilder betegnes gjerne som ”*acquis communautaire*”, dvs. ”*det som samholdet har blitt enig om*”. Regulering innen EU omfatter både liberalisering (avregulering) og omregulering.

Det karakteristiske med EU-regelverket er at det er et overnasjonalt rettssystem som sementerer en makroøkonomisk og mikroøkonomisk integrasjonsprosess. Som et rettssamarbeid prøver EU å harmonisere medlemsstatenes finansielle lovgivning og dermed skape et felles regelverk for finansmarkedet. EU-retten er autonom, dvs. et uavhengig rettssystem, som alene utleder gyldigheten sin fra eget traktatgrunnlag.

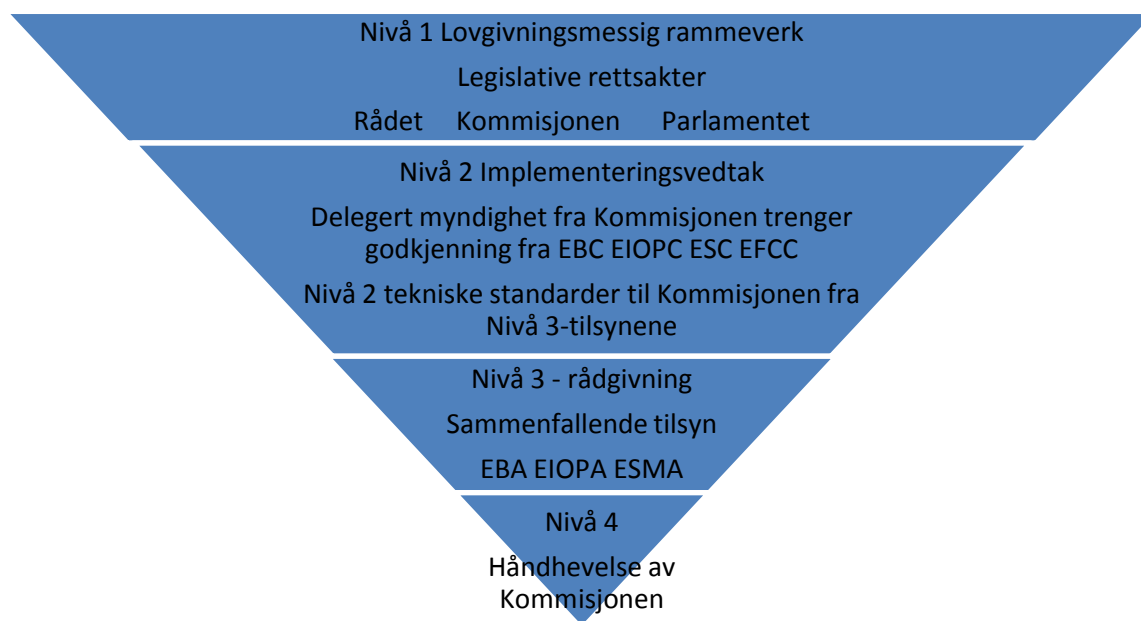
---

<sup>67</sup> Boe (1996) s. 33-43 og 97, og EØS-rett (2004) s. 30, 41-43, 44-57

<sup>68</sup> For en oversikt over andre viktige EU-institusjoner se ”A brief guide to the European Union and it’s legislative processes” artikkel skrevet av det britiske finanstilsynet (Financial Supervisory Authority)

### 6.1.1 Lamfalussy strukturen<sup>69</sup>

Systemet for regulering av verdipapirisering innen EU er bygget rundt de tre pilarene bank, forsikring, og verdipapirer. Det strukturelle rammeverket for regulering av pilarene er Lamfalussy prosessen;



## 6.2 Rettskildemessige situasjon for verdipapirisering

### 6.2.1 Relevante kilder

De viktigste rettskildene for verdipapirisering innen EU er;

- 1) Traktater
- 2) Legislative rettsakter; forordninger, direktiver, avgjørelser
- 3) Delegerte og implementerende rettsakter, herunder anbefalinger og meninger  
”*interinstitusjonelle*” avtaler, resolusjoner, erklæringer og handlingsprogram

---

<sup>69</sup> EBC (Europeiske Sentralbanken), EIOPC (Europeiske forsikrings og pensjonskomiteen), ESC (Europeiske verdipapirkomiteen), EFCC (Europeiske konglomeratkomiteen)

### 6.2.2 Lisboatraktaten<sup>70</sup>

Traktater som primærlovgivning<sup>71</sup> klarlegger det konstitusjonelle rammeverket for Unionen, EU-institusjonenes funksjoner, og lovgivningsmessige prosesser for å konstruere og gjennomføre rettsakter. Den nyeste traktaten, Lisboatraktaten, ble undertegnet i 2007 og trådte i kraft i 2009, og består av Treaty of the European Union (TEU) og Treaty on the Functioning of the Union (TFEU).

Lisboatraktaten tar spesifikt for seg liberalisering av finansielle tjenester.<sup>72</sup> Reguleringer rundt kontantstrømobligasjoner har blitt liberalisert på samme linje som annen kapital.<sup>73</sup> Art. 60 i TFEU forbyr restriksjoner på kapitaloverføringer mellom medlemsstatene internt og ift. tredjepartsland. Det følger av art. 2 i TFEU at medlemsstatene må sikre etablering av et felles indre marked, en økonomisk union og pengeunion, forene økonomiske prestasjoner og sikre høy grad av konkurranse.

Liberalisering av verdipapirisering, fri flyt av kontantstrømobligasjoner og etablering av et felles verdipapiriseringsmarked sikre på forskjellige måter. Hindringer for fri flyt av de fire friheter<sup>74</sup> fjernes, ufullkommen konkurranse motarbeides, EU-regler implementeres, konkurransedyktig industrier forsterkes, og samarbeid med land utenfor EU utbygges.<sup>75</sup> Traktaten forsøker å skape et åpent marked med fri konkurranse, stabile priser, offentlig finansiering og pengesystem, og en bærekraftig betalingsbalanse.<sup>76</sup> Liberalisering gjennom forordninger og direktiver skjer etter initiativ fra, og konsultasjon mellom, Kommisjonen, Rådet og Parlamentet.<sup>77</sup>

---

<sup>70</sup> TFEU art. 2, se [http://europa.eu/about-eu/basic-information/decision-making/treaties/index\\_en.htm](http://europa.eu/about-eu/basic-information/decision-making/treaties/index_en.htm)

<sup>71</sup> TFEU art. 289-291

<sup>72</sup> Stichele (2008)

<sup>73</sup> TFEU art. 58(2)

<sup>74</sup> Arbeidskraft, kapital, tjenester, og varer

<sup>75</sup> TFEU art. 3

<sup>76</sup> ibid art. 4

<sup>77</sup> ibid art. 59

Verdipapirisering er en finanstjeneste som kan tilbys fritt over hele EU, jf. art. 56 i TFEU, sml. art. 53 og 58 i TFEU. Generelle forbud mot begrensning av verdipapirisering er forbudt etter art. 63 i TFEU. Dette betyr at prinsippet om gjensidig anerkjennelse<sup>78</sup> også gjelder for verdipapirisering som fri bevegelse av kapital og som finansiell tjeneste. Etter etablering i et EU-land kan en kredittinstitusjon eller spesialforetak etablere forgreninger fritt innen andre EU-land uten ny godkjenning såfremt det har føyd seg etter, og fortsatt føyer seg etter, regler i den forutgående etableringsstat, jf. art. 16, 23, og 40-41 i Direktiv 2006/48/EC. Dette gjelder ikke foretakets datterselskap, som må fullt ut respektere det nye etableringslandets nasjonale regler.<sup>79</sup> En medlemsstat kan allikevel innføre restriksjoner ovenfor et foretaks forgreninger, såfremt disse er ikke-diskriminerende, objektivt nødvendige, og proporsjonale i forhold til sitt formål.<sup>80</sup>

### 6.2.3 CRR

De viktigste endringene av verdipapirisering kom med CRR og CRD IV. For CRR er de viktigste endringsbestemmelsene som følger;<sup>81</sup>

- 1) Strengere regler for sikkerhetsstillelse ved omverdipapirisering og kausjonering, jf. CRR art. 24.
- 2) Nye metode for beregning av engasjementsverdier;
  - a) Omverdipapirisering; høyere risikovekter både ved internmetode (CRR art.254-261) og standardmetode (CRR art. 246-253), jf. CRR art. 125 sml. art. 240-241.
  - b) Støttetiltak for nedbetaling av sertifikater til investorene; Ved standardmetode forhøyes kredittkonverteringsfaktorer jf. CRR art. 250 (CCF), samt strengere krav til støttetiltak, jf. CRR art. 412.
- 3) Generelle markedsforstyrrelser; eliminering av kapitalfordeler når;

---

<sup>78</sup> ibid art. 34-36

<sup>79</sup> van Meerten (2010) s. 6-12

<sup>80</sup> C-384/93 Alpine Investments ECR (1995), s. I-01141 og "Commission interpretive communication, Freedom to provide services and the general good in the insurance sector", O.J. C 43/03, 2000 s. 16

<sup>81</sup> Gleeson (2010) s. 301, sml. BCBS (2009) s. 1

- a) likviditetsfasiliteter brukes ved standardmetode, jf. CRR art. 258
- b) internmetode brukes for å beregne kapitalutgifter, jf. CRR art. 257.
- 4) Minimumskrav til kredittanalyse av investeringsposisjoner, jf. CRR art. 396.
- 5) Rentefordel utelates fra ansvarlig kapital, jf. CRR art. 29 og 451.
- 6) Krav om opprettholdelse av en 5 % eierinteresse i kontantstrømobligasjoner, jf. CRR art. 394.

#### 6.2.4 CRD IV

De viktigste endringene som CRD IV medfører er at

- 1) Nasjonalt tilsyn tilser at finansiell risiko blir vurdert tilstrekkelig, jf. CRD IV art. 80, sml. art. 94 nr. 1 litra d.
- 2) Arbeidsplaner for spesialforetakets likviditetsposisjoner må utarbeides, jf. CRD IV art. 84 nr. 7.
- 3) Klarlegge om implisitt støtte gis til spesialforetak, jf. CRD IV art. 94 nr. 3;

#### 6.2.5 CRD, AIFMD, og Solvency II

Verdipapirsering og investering i kontantstrømobligasjoner vil måtte skje etter følgende hovedbestemmelser under tilsyn av EBA (CRD), som overvåker kredittinstitusjoner, ESMA (AIFMD) som overvåker investorer, og EIOPA (Solvency II) som overvåker forsikringsselskap<sup>82</sup>;

---

<sup>82</sup> CRD er her CRD III (som består av Direktiv 2006/48/EC, Direktiv 2006/49/EC, og Direktiv 2010/76/EU), CRD IV innføres i løpet av 2013 sammen med CRR.

Kilde for diagram; Principa sammendrag 2010

Analyse av investeringen	Oppsyn og risikohåndtering	Driftskontroll og rapportering
<p>Identifisere risiko; -CRD 122a 4. ledd litra b, sml. art. 87 -Solvency II art. 135 -AIFMD art. 17 sml. seksjon 4 og 5</p>	<p>Overvåke prestasjonene til transjene fortløpende og rettidig; -CRD art. 122a 5. ledd litra b, sml. Art. 87 -Solvency II art. 135 -AIFMD art. 17 seksjon 4 og 6</p>	<p>Ta fatt på selskapsgjennomgang av rettsakter, rapport- og revisjonskrav for å kunne fleksibelt tilpasse seg lovendringer. -CRD art. 122 a 10. ledd -AIFMD art. 17 2. ledd seksjon 3 og 8 -BCBS, Rapport om insentiver for verdipapirisering, avsnitt 3.4.1</p>
<p>Identifisere risiko ved særlig utsatte posisjoner; -CRD art. 122a 4. ledd litra c, sml. Art. 88 -Solvency og AIFMD – som ovenfor</p>		<p>Skaffe relevant data som håndteres i et felles driftsmiljø. Samle inn data for hver eiendel for utvidet og rettidig selskapsgjennomgang; -CRD art. 122a 10. ledd -AIFMD art., 17 2. ledd seksjon 3 og 8</p>
<p>Forutse kontantstrømobligasjonenes innvirkning på transjer; -CRD art. 122a, 4. ledd litra c, sml. Art. 90 -Solvency II og AIFMD – som ovenfor</p>		
<p>Identifisere rykte og historiske tap til kredittinstitusjonen; -CRD art. 122a 4. ledd litra d -Solvency II og AIFMD – som ovenfor</p>		<p>Danne strømlinjeformede forretningsmessige prosesser, eliminere avhengighet av regneark og sikre dataintegritet; -Solvency II art. 135</p>
<p>Anskaffe viten om hvorfor kredittinstitusjonens velger å verdipapirisere; -CRD art. 122a 4. ledd litra d -Solvency II og AIFMD – se ovenfor</p>		
<p>Forstå verdsettelse av pant; -CRD art. 122a 4. ledd litra f -Solvency AIFMD – som ovenfor</p>	<p>Utstrakt risikoovervåkning av avtaler og portefølje, og stresstesting av transjer for uavhengig vurdering og rapportering; -CRD art. 122a 4-5. ledd sml. art. 92 -Solvency II og AIFMD – som ovenfor</p>	<p>Innføre kontrollmekanismer av driftskontroll, og danne retningslinjer for uavhengig driftskontroll -CRD IV -AIFMD art. 17, sml. ESMA/2011/379 Box 25 litra c</p>
<p>Uavhengig vurdering av avtaler og portefølje -CRD art 122a 4. ledd, sml. art 93-94 -Solvency II og AIFMD – som ovenfor</p>		

### 6.2.6 Handlingsplaner<sup>83</sup>

Den siste langsiktige handlingsplanen ”Regulere finansielle tjenester for bærekraftig økonomisk vekst”<sup>84</sup>, kom ut i juni 2010, og hadde til formål å gjennomføre formål og forpliktelser innen 2012. Handlingsplanen vurderte revidering av verdipapiriseringsregler, og klarla EU-institusjonenes intensjoner. Publisert som en offentlig utredning og lovforslag

<sup>83</sup> Utvidende tolking av TFEU art. 288, sml. spesifikt resolusjonshjemmel i TFEU art. 215, og [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/policy/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm)

<sup>84</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/general/com2010\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf)



fra Parlamentet, inneholder handlingsplanen generelle retningslinjer uten betydelig juridisk gjennomslagskraft. På den annen side anvendes slike handlingsplaner ofte av EU sine domstoler når de søker å klarlegge lovgivers intensjoner. Etter lovforslagene distribuert i 2012 og arbeidet til Financial Stability Board (FSB) har Kommisjonen i sin handlingsplan for 2013 uttrykt ønske om å vurdere systemrisiko i skyggeindustrien, inklusive verdipapirisering.<sup>85</sup>

### 6.3 Myk juss

#### 6.3.1 Innhold og rasjonale

Akkorder, handlingsplaner, erklæringer og resolusjoner er såkalt ”myk juss”. På grunn av kompleksiteten i finansmarkedet er det er upraktisk med detaljregulering. Myk juss har derfor stor betydning innen EU. Et fragmentarisk finansmarked nødvendiggjør abstrakte regelverk. Myk juss er ikke rettslig bindende eller en selvstendig rettskildefaktor, men kan ha betydning for rettsanvendelsen. Sammen med traktater og skikk og bruk utgjør myk juss internasjonal rett. Myk juss anvendes ved regulering av omstridte områder, og omfatter deklarasjoner, anbefalinger, charter, resolusjoner og annet. Kjerneelementet i myk juss er at man inkorporerer forpliktelser i ikke-bindende instrumenter med det formål å utøve indirekte juridisk innflytelse. Regulering er det basert på uformell konsensusbasert juss. På den annen side vil gjennomføringen gi større gjennomslagskraft på nasjonalt nivå.

#### 6.3.2 Internasjonalt samarbeid

Samarbeidet<sup>86</sup> mellom G-20-landene, Baselkomiteen, og FSB på den ene siden og EU på den andre siden, utgjør det nye rammeverket for regulering av verdipapirisering.<sup>87</sup> G20 utøver innflytelse på EU, og Kommisjonen er representert på G20-møtene, ministermøtene, varamøter, og arbeidsgrupper gjennom Rådets og Kommisjonens president. Kommisjonens

---

<sup>85</sup> Se Commission Working Programme 2013 – COM (2012) 629 initiativ nr. 2 på s. 2

<sup>86</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/global/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/global/index_en.htm)

<sup>87</sup> G20 erklæring av 2/4-2009, avsnitt 5 og 17, sml. EU-Rådets presidentskap (2009) avsnitt VIII

deltakelse er nødvendig da det er Kommisjonens som forbedrer og håndhever lovgivning, og koordinerer samarbeid mellom medlemsstater på områder av interesse for G20-landene.<sup>88</sup>

G20-erklæringen av 2. april 2009 søkte å styrke det internasjonale finanssystemet ved å forbedre reguleringer og mengden kvantitativ og kvalitativ kapital i finanssystemet. Erklæringen etterlyste blant annet mekanismer for å tøyte oppbyggingen av gjeld i banksystemet, ved blant annet å innføre en uvektet egenkapitalandel. Disse målene har blitt fornyet gjennom G20 møter i Seoul, Cannes og Los Cabos. The Financial Stability Board (FSB) vurderer reformer av verdipapiriseringsmarkedet og skyggeindustrien som en del av sitt arbeid for G20-gruppen. FSB sin komité for tilsynssamarbeid innhenter meninger fra bl.a. International Organization of Securities Commissions (IOSCO) som samarbeider tett med Kommisjonen.<sup>89</sup> I tillegg er Kommisjonen representert ved IMF og Verdensbanken gjennom ECON<sup>90</sup>.

## **7 EBA**

### **7.1 European Banking Authority – oppgaver**

EBA ble etablert gjennom Forordning 2010 nr. 1093 (heretter forkortet til 1093/2010) av Kommisjonen og Rådet, med hjemmel i TFEU art. 114 og erstatter det tidligere nivå-3 tilsynet CEBS<sup>91</sup>. Som EU sitt banktilsyn, har EBA følgende formål<sup>92</sup>;

- Forbedre finansmarkedets funksjonalitet.
- Ivareta finansmarkedets integritet og effektivitet.
- Beskytte offentlige goder og sikre et åpent finansmarked.
- Beskytte investorer.

---

<sup>88</sup> TFEU art. 34, sml. art. 220

<sup>89</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_en.pdf)

<sup>90</sup> European Commission on Economic and Monetary Affairs

<sup>91</sup> 1093/2010 art. 2(1) setning a, sml. art. 82 setning c

<sup>92</sup> ibid art. 1(5)

- Forebygge smutthull i regleverket.
- Fremme habilitet og objektivitet gjennom sitt tilsyn.

EBA forbereder og gjennomfører tilsynspolitik, tilstreber et stabilt finansmarked og økonomi, og avdemper konjunktursvingninger. EBA sine hovedoppgaver<sup>93</sup> er å;

- Utvikle bindende standarder, anbefalinger, og retningslinjer<sup>94</sup>. Standardene utvikles gjennom forordninger og avgjørelser fra troikaen.<sup>95</sup>
- Gjennomføre kollegialt samarbeid mellom nasjonale tilsyn.<sup>96</sup>
- Samle informasjon i databaser og utarbeide rapporteringsformater.<sup>97</sup>
- Overvåke utviklinger i finansmarkedet.<sup>98</sup>
- Håndheve regler gjennom etterforskning, anbefaling om etterlevelse, følge opp formell klage fra Kommisjonen, og klage direkte markedsdeltakeren.<sup>99</sup>
- Direkte tilsyn og kontroll over markedsaktører.<sup>100</sup>

EBA må offentliggjøre årlige arbeidsprogram, og er underkastet kontroll fra Parlamentet.<sup>101</sup> Budsjett og regnskap må publiseres for kontroll.<sup>102</sup> EBA har hovedsete i London og er et offisielt EU-organ med evne til å saksøke og bli saksøkt. Med det nyter EBA vidstrakt juridisk kapasitet i medlemslandene, enten det er å være part i en rettergang, eller ved å ta

---

<sup>93</sup> ibid art. 258

<sup>94</sup> 1093/2010 art. 10-15, sml. art. 8(1) litra a, 8(2) litra-d, 1(2), sml. Dir. 2010/78/EU rec 9, og TFEU art. 290-291

<sup>95</sup> 1093/2010 art. 15(4)

<sup>96</sup> ibid art. 29 og 31, sml. art. 8(1) litra b, 11, 18(2)-(3), 19(2)-(3), 21(4) 41(2) og 244(1)

<sup>97</sup> ibid art. 35, sml. art. 8(2) litra i-j

<sup>98</sup> ibid art. 32, sml. art. 8(1) litra f-g

<sup>99</sup> ibid art. 8(1) litra i, og 17

<sup>100</sup> ibid art. 17(6), 18(4), 19(3)-(5), sml. art 6(2) litra f

<sup>101</sup> ibid art. 3, 10, 15, 43(4) og (6), og 50(1)-(2)

<sup>102</sup> ibid art. 64

arrest i fast eiendom og løssøre.<sup>103</sup> EBA finansieres gjennom fond, bidrag fra medlemsstatene, og avgifter.<sup>104</sup>

## 7.2 EBA og ECOFIN

Som en del av ESFS skal EBA sammen med EIOPA og ESMA bidra med mikroøkonomisk informasjon til ESRB, for å gi et overordnet perspektiv av den økonomiske tilstanden i finanssektoren.<sup>105</sup> ESRB og ESFS skal sammen overvåke og motvirke markedsrisiko i finanssektoren. ESRB overfører informasjon til ECOFIN, en undergruppe av EU-rådet, som består av finansministrene fra medlemslandene. Medlemmene møtes en gang i måneden for å drøfte finansmarkedet.

På den ene siden koordinerer ECOFIN økonomisk politikk, overvåker økonomien innen EU, medlemsstatenes budsjetter og valuta-, kapital-, og pengemarkedet. På den andre siden ivaretar ECOFIN EU sine økonomiske relasjoner til omverdenen. ECOFIN plotter ut veikartet for finansielle regulering ved å sette opp tidstabeller og tidsfrister.<sup>106</sup> ECOFIN utøver i tillegg innflytelse på Rådet, som har oppgaven med å plote ut den politiske diskurs for finanssektoren, og hvilke finansielle agendaer som skal prioriteres. Rådet fatter felles avgjørelser med EU-parlamentet og EU-kommisjonen om lovgivning innen EU.

---

<sup>103</sup> *ibid* art. 7, 5(1)-(2)

<sup>104</sup> *ibid* rec. 68 og art. 62

<sup>105</sup> *ibid* art. 2(3), 8(1) litra d, 22-23, 32 og 36

<sup>106</sup> Eksempel <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st14/st14637.en09.pdf>

### 7.3 Rammeverk for EBA

Det følger av art. 1 nr. 2 i 2010/1093 at EBA sine fullmakter begrenses av særskilt primær- og sekundærlovgivning;<sup>107</sup>

Traktater	TFEU art. 53, 56, 58 og 63, om forbud mot restriksjoner på finanstjenester
Forordning	1781/2006, informasjonskrav ved pengeoverføring
Direktiver år, nr	94/14/EC, Direktiv om innskuddsgaranti 98/78/EC, Direktiv om forsikringsgrupper 01/24/EC, Likviditetsdirektivet 02/65/EC, Direktiv om fjernslag av finansielle tjenester 02/87/EC, Konglomeratdirektivet 05/60/EC Hvitvaskings- og terrorfinansieringsdirektivet 06/48/EC, 06/49/EC og 09/111/EC, 10/76/EU; Kapitalkravdirektivene 07/64/EC, Direktiv om betalingstjenester 09/110/EC; Direktiv om elektronisk betaling

EBA må videre ta høyde for Direktiv 09/83/EC og 09/27/EC som angår tekniske aspekter ved risikostyring. EBA sine fullmakter utvides og begrenses ytterligere av andre rettsakter som baseres på rettsakter i ovennevnte tabell. På bakgrunn av 1093 2010 art. 1(3) er EBA berettiget til å handle ovenfor kredittinstitusjoner, spesialforetak og investeringsfirmaer.<sup>108</sup> Når det er nødvendig for å sikre målrettet og ensidig bruk av EU-regler kan EBA handle ovenfor kredittinstitusjoner, spesialforetak og investeringsfirmaer som angår forhold ikke direkte nevnt i gjeldende rettsakter. Dette gjelder særlig styreledelse, revisjon, og rapportering av regnskap.<sup>109</sup> EBA må respektere juridisk bindende rettsakter det pålegges av Rådet, Kommisjonen og Parlamentet.<sup>110</sup> Håndheving av egenkapitalandelen må være ikke-diskriminerende og forholdsmessig.<sup>111</sup>

<sup>107</sup> TFEU art. 8-9 og 290-291, sml. 1093/2010 Forord avsnitt 1-19

<sup>108</sup> Se f. eks. Directive 2007/64/EC art. 4(4), og Directive 2009/110/EC art. 2(1)

<sup>109</sup> 1093/2010 art. 1(3)

<sup>110</sup> 1093/2010 art. 1(2)

<sup>111</sup> Se særlig C-12/07, avsnitt 47, T-177/94, 12/12 1996, ECR s. II-2041 avsnitt 121-123

## 7.4 Mandat ift. verdipapirisering

### 7.4.1 Rådgivning og tekniske standarder

EBA vil ha ansvaret for å samle inn data om egenkapitalandelen og påse at aktørene i markedet overholder andelen.<sup>112</sup> I august 2010 kom retningslinje GL32 om stresstester som inkluderte prinsipper for kontantstrømobligasjoner.<sup>113</sup> EBA sitt mandat i henhold til verdipapirisering er hovedsakelig av rådgivende art,<sup>114</sup> og utvikling av bindende tekniske og implementerende standarder, hvorav førstnevnte har mer gjennomslagskraft. Rådgivning hjelper troikaen med å utvikle rettsakter. Kommisjonen følger opp standarder fra EBA gjennom å harmonisere lovgivning med forskjellige gjennomføringsbestemmelser.

#### 7.4.1.1 Standarder vedrørende verdipapirisering

I CRR er det foreløpig over 50 forskjellige bindende tekniske standarder som EBA kan utarbeide for Kommisjonen. De som vil gjelde for verdipapirisering er som følger;

- 1) Art. 29(2), om spesifisering om å utelate rentefordeler fra ansvarlig kapital.
- 2) Art. 105(4) litra d om justeringer for kredittrisiko ved kalkulering av kontantstrømobligasjonenes eksponeringsverdi, sml. art. 241 og 261.
- 3) Art. 265(1) litra d om metoder et kredittratebyrå må anvende ved analyse av transjer.
- 4) Art. 395(1) litra d, sml. art. 399(2) om selskapsgjennomgang av kontantstrømobligasjonenes risikoprofil.

---

<sup>112</sup> CRR forslag, COM (2011) 452 Del 1, pkt. 3, 4.3, 5.3, 5.5 og 6, og forord for forordning avsnitt 15-16, 89-90

<sup>113</sup> Se Annex 2 s. 33 i retningslinjen, som er utviklet av CEBS

<sup>114</sup> Se forord i CRR, avsnitt 4.3, og art. 75 (2)-(4), 407 (6)

## 8 Kapitaldekning<sup>115</sup>

### 8.1 Uvektet egenkapitalandel

#### 8.1.1 Innhold

Uvektet egenkapitalandel (på engelsk; ”*leverage ratio*”) er en belåningsgrad som regulerer forholdet mellom egenkapital og aktiva i en finansiell institusjon. Med belåningsgrad menes mer spesifikt den relative størrelsen mellom en institusjons passiva, aktiva, ikke-balanseførte forpliktelser og eventualforpliktelser, jf. CRR art. 4 1. ledd nr. 86. Det følger av CRR art. 87 nr. 1 at foretakene skal ha 4,5 % egenkapital og 6 % kjernekapital innen 2015 (1,5 % perifer kjernekapital og 4,5 % egenkapital), 2 % tilleggskapital, og dermed 8 % ansvarlig kapital.<sup>116</sup> I tillegg kommer den uvektede egenkapitalandelen på 3 %.<sup>117</sup> Uvektet egenkapitalandel er dermed en selvstendig kapitalfaktor. Med uvektet dekningsprosent menes en andel som ikke er risikobasert, dvs. andelen justeres ikke i forhold til individuell kredittverdighet.

#### 8.1.2 Formål<sup>118</sup>

Egenkapitalandelen er et nyttig verktøy for EBA, andre kredittinstitusjoner og investeringsfirma for evaluering av et foretaks finansielle risiko. Egenkapitalandelen tilbyr EBA nødvendig informasjon for analyse av gjelds- og egenkapitalgrad.<sup>119</sup> Nasjonale tiltak kan da sammenlignes og standarder og regelverk kan oppdateres. Det mikroøkonomiske formålet er å sikre at institusjonene ikke danner transjer som øker kreditt- og systemrisiko, og har nok kapital til å dekke driftsunderskudd og kapitaluttak som følge av insolvente kontantstrømobligasjoner. Egenkapitalandelen som en sikkerhetsmekanisme sikrer kredittinstitusjoner et finansielt slingringsmonn ved risikabel drift.

---

<sup>115</sup> Kinserdal (2008) s. 27-32

<sup>116</sup> CRR art. 87

<sup>117</sup> *ibid.* 482 nr. 2 litra g,

<sup>118</sup> *ibid* s. 1-2, sml. NOU 2011:1; Bedre rustet mot finanskriser s. 9 og 117

<sup>119</sup> *ibid* art. 94(6) og 482(2)

De makroøkonomiske formålene er;

- 1) Å begrense gjeldsoppbygging i den finansielle sektor. Under finanskrisen reduserte store mengder fremmedfinansiering kredittforetakenes mulighet til å videreformidle store ikke-balanseførte eksponeringer ettersom krav til ansvarlig kapital ikke tillot det.
- 2) Å hindre ubalanse i finansmarkedet som resultat av plutselig gjeldsnedbygging. Tvungen gjeldsnedbygging under finanskrisen presset aktivaverdi ned slik at kapitalbeholdning redusertes og adgangen til fremmedkapital gikk ned.
- 3) Å redusere usikker prising av transjer, stramme inn smutthull i loven.



## 8.2 Kapitalkrav i regnskapsmessig perspektiv

### 8.2.1 Forhold ansvarlig kapital og forvaltningskapital

Kapitalkrav uttrykkes som et prosentvis forhold mellom ansvarlig kapital og forvaltningskapital. Innholdet i ansvarlig kapital kan illustreres slik;<sup>120</sup>

Ansvarlig kapital (CRR art. 69)		
Kjernekapital (CRR art. 23)		Tilleggskapital (CRR art. 68)
Egenkapital (CRR art. 47)	Perifer kjernekapital (CRR art. 58)	

Visse hybridkapitalinstrumenter og tilleggskapitalinstrumenter vil fases ut innen 2021-23. Forvaltningskapital er samlet regnskapsmessige verdi av forvaltede verdier, og tilsvarer kredittinstitusjonens balansesum., eller totalkapital og eiendeler. En *uvektet egenkapitalandel* er forholdet mellom kjernekapital og eksponeringer en kredittinstitusjon har. Under kredittkrisen fungerte ikke kjernekapital som reell buffer mot underskudd. Kjernekapitalen skal nå kunne brukes til å dekke tap og hindre at foretaket likvideres. Eksponering sikter til bokført verdi eiendeler og poster i og utenom en balanse. Selv om da eksponering etter CRR art. 416 er mer vidtgående enn forvaltningskapital ved å inkludere eiendeler utenom balansen, er eksponeringen og forvaltningskapitalen noenlunde sammenfallende. Finansregnskapet til et foretak kan da gi en oversikt over om en institusjon oppfyller krav til ansvarlig kapital, hvilken forvaltningskapital og eksponeringer foretaket har, og klarlegger forholdet mellom egenkapital og gjeld.

---

<sup>120</sup> Gleeson (2010) s. 58

## Finansregnskapet

Resultatregnskap; tallfester inntekter og kostnader og viser drifts- og årsresultat, eventuelt overskudd, eller underskudd og tap.

Omfatter;

- Driftsinntekter og – kostnader
- Finansieringsinntekter og – kostnader
- Ekstraordinære inntekter og kostnader

Salgsvederlag, rentefordeler, overskudd, transaksjonskostnader, underskudd og tap vil enten senke eller øke inntektene/kostnadene.

Balanseregnskap; når regnskapet er i balanse er aktiva(bokført verdi av eiendeler) = passiva(bokført verdi av egenkapital og gjeld). Tall bokføres på bakgrunn av opptjeningsprinsippet og fortsattdriftprinsippet.

- a) Eiendeler (etter stigende verdi): finansieres gjennom egenkapital og gjeld, og består av
  - Anleggsmidler; immaterielle eiendeler, varige driftsmidler, finansielle anleggsmidler
  - Omløpsmidler; varer, fordringer, investeringer og bankinnskudd
- b) Egenkapital; (CRR art. 47)
  - Innskutt; eierinvesteringer (nytegning) – aksjekapital (kontantemisjon eller tingsinnskudd) og overkursfond (fondsemisjon)
  - Opptjent; inntekter, annen egenkapital (overskudd og utbytte) og udekket tap
- c) Gjeld;
  - Langsiktig gjeld; avsetning for forpliktelser, annen langsiktig gjeld
  - Kortsiktig gjeld

Balanseregnskapet viser hvilke aktiva foretaket har, og hvordan aktiva er finansiert. For å vise at aktiva og passiva er i balanse, bygger endringer i balanseregnskapet på det dobbelte bokholderis prinsipp. Prinsippet sier at en finansierings-, investerings-, og/eller driftstransaksjon vil ha en dobbelteffekt på balansen ved henholdsvis å øke og/eller redusere mengden eiendeler, gjeld og/eller egenkapital. Prosessen med å danne kontantstrømobligasjoner vil minke omløpsmidler(reduerte fordringer) og egenkapital(reduerte hovedstoler og renter), men ved erverv av salgsvederlaget, øker mengden omløpsmidler (kapitalbeholdning) og mengden egenkapital. Salgsvederlaget og eventuell rentefordel vil øke egenkapital og mengde omløpsmidler. Brukes salgsvederlaget og eventuell rentefordel til f. eks. å betale ned gjeld, går mengden egenkapital, gjeld, og omløpsmidler ned etc.

Finansregnskapet suppleres av noteopplysninger og kontantstrømningsrapporter. Disse trekkes inn ved en mer konkret vurdering av hvordan verdipapirisering og uvektet egenkapitalandel påvirker finansregnskapet.

### 8.3 Rapportering og kalkulering<sup>121</sup>

#### 8.3.1 Basel-pilarene

Kalkulering og rapportering av kjernekapital og eksponering vil i løpet av 2018 bli en del av pilar 1, og pilar 2 og 3 senere;

Total ansvarlig kapital				
Pilar 1; minimumskrav til ansvarlig kapital, samt innhold i, og sammensetning av, ansvarlig kapital			Pilar 2; tilsyn og intern risikokontroll	Pilar 3; markedsdisiplin
Kredittrisiko	Markedsrisiko	Operasjonell risiko	Diskresjonært tilsyn. Aktørene vurderer egen finansiell risiko, som følges opp av offentlig tilsyn. Tilsynet håndhever regler.	Offentlig finansiell informasjon. Markedsaktørene vurderer transjenes risikoprofil.
Standardmetode	Standardmetode	Basis metode		
Grunnleggende internmetode	Intern måling	Sjablongmetode		
Avansert internmetode		Avansert metode		

<sup>121</sup> Gleeson (2010) s. 56

### 8.3.2 Rapportering

Uvektet egenkapitalandel skal rapporteres til EBA og inngår i vurderingen av om en kredittinstitusjon har overdreven gjeld.<sup>122</sup> Egenkapitalandelen testes nå først ut og må rapporteres hvert kvartal, basert på gjennomsnittlig månedlig data eller kvartalsdata.<sup>123</sup>

EBA reviderer og gjennomgår rapportene, og rapporterer funn til ESRB. Nasjonale rapporter vil være veiledende når EBA skal vurdere effektiviteten av egenkapitalandelen. EBA skal rapportere til Kommisjonen om egenkapitalandelen er et passende middel for å motvirke overdreven gjeldsoppbygging.<sup>124</sup>

#### 8.3.2.1 Forhold nasjonale tilsyn og EBA

Hvilken rolle nasjonale tilsyn vil spille, vil avhenge fra land til land. Etablerte institusjoner skal gi *''kompetent myndighet''*<sup>125</sup> nødvendig informasjon, i samsvar med CRR art. 416, om egenkapitalandelen og dets komponenter for gjennomgang.<sup>126</sup> Informasjonen skal være offentlig tilgjengelig.<sup>127</sup> EBA vil forsøke å håndheve regler og sanksjonere manglende etterlevelse ved pålegg om å oppfylle rapporteringsplikten og andelskravet.<sup>128</sup>

#### 8.3.2.2 Retningslinjer og mal

Det første utkastet til rapporteringsformat ble lansert gjennom konsultasjonsrapportene CP50 og CP/2012/06 for gjennomføringsbestemmelser om rapportering, jf. CRR art. 417 nr. 2. Rapportering er foreslått å følge retningslinjene COREP (Common Reporting Standard) og FINREP (Consolidated financial reporting framework).

---

<sup>122</sup> CRR art. 95, sml. art. 417 nr. 2 og art. 436 nr. 1, sml. CRD IV art. 4 nr. 2 litra b og art. 85

<sup>123</sup> CRR art. 416 nr. 3 og art. 475 nr. 3

<sup>124</sup> *ibid* art. 482 nr. 1

<sup>125</sup> *ibid* art. 4 1. ledd nr. 2

<sup>126</sup> CRD IV art. 92

<sup>127</sup> CRR art. 418 nr. 2

<sup>128</sup> 1093/2010 art. 17

COREP gjelder en egen bunt av alminnelig soliditetsrapportering for kredittinstitusjoner og investeringsfirmaer. Egenkapital basert på virkelig verdi, alminnelig finansiell risiko, motpartsrisiko, og operasjonell risiko<sup>129</sup> skal da rapporteres i henhold til Basel Pilar 1, basert på bestemmelser i Dir. 2006/48/EC og 2006/49/EC.<sup>130</sup> FINREP er en selvstendig standard for kredittinstitusjoner og andre finansinstitusjoner for rapportering av om institusjonen har tilstrekkelig midler til å dekke finansiell risiko. Standarden er basert på IAS/IFRS og andre nasjonale rapporteringsformat(GAAP) i henhold til Basel Pilar 3.

Rapportering av egenkapitalandelen til nasjonale tilsyn og EBA skal skje gjennom XBRL(eXtensible Business Reporting Language). XBRL er et åpent tilgjengelig og globalt teknisk format for utveksling av forretningsmessig informasjon, hvor data formidles gjennom EXCEL. Disse standardene garanterer felles effektiv kommunikasjon mellom ESFS, ESRB og ECOFIN, og enkel analyse av data. Rapporteringen gjelder for kredittinstitusjoner og investeringsselskap både på konsolidert nivå og individuelt nivå. For å sikre harmonisering vil EBA instruere nasjonale tilsyn og markedsaktører.

Som en del av CP/2012/06 ble egen mal og instruksjoner utarbeidet.<sup>131</sup> Malen erstatter nasjonal rapportering og harmoniserer frekvens, frister og format for rapportering. Det er denne malen som foreløpig skal anvendes, men fortløpende endringer kan forekomme. Malen er utarbeidet av EBA og tar inspirasjon fra Baselkomiteens anbefalinger i ”Instructions for Basel 3 monitoring”<sup>132</sup>, og ”Quantative Impact Study”<sup>133</sup>. Rapportering omfatter både såkalte IAS/IFRS-institusjoner og GAAP-institusjoner.<sup>134</sup> Det følger av CP/2012/06 at rapporteringsstandarder skal søkes å samles i en forordning. EBA vil kunne

---

<sup>129</sup> «Risiko tilknyttet utilstrekkelige kontrollsystemer og menneskelig svikt», fra Norges Banks skriftserie nr. 34 2004 s. 34.

<sup>130</sup> Direktiv 86/635/EC, 83/349/EC og forordning 1606/2002

<sup>131</sup> Kjent som henholdsvis Annex I Templates(Vedlegg om mal) og Annex II Instructions(Vedlegg om instruksjoner)

<sup>132</sup> Siste reviderte versjon er av februar 2013

<sup>133</sup> Siste reviderte versjon er av september 2012

<sup>134</sup> CRR art. 4 1. ledd nr. 53

ytterligere videreutvikle malene og instruksjonene via gjennomføringsbestemmelser.<sup>135</sup> Rapporteringsstandardene kan dermed ende opp med å implementeres som forordning eller avgjørelser.<sup>136</sup>

### 8.3.3 Progresjon

1. januar 2013 begynte første vurderingsperiode for bruk av andelen som en del av Basel Pilar 2. De første nasjonale tallene og rapportene sendes inn i april 2013 og offentliggjøres i mai 2013. Først i juni 2013 vil overnasjonal vurdering av rapportene fra EBA foreligge. De endelige gjennomføringsbestemmelsene for rapportering av uvektet egenkapitalandel vil først foreligge høsten 2013 etter at en endelig tekst for CRR har blitt utarbeidet. Selskap må fra 2015 offentliggjøre uvektet egenkapitalandel som en del av deres Pilar 3-rapporter.<sup>137</sup> Malene for rapportering vil fortsatt revideres fram til 2015 når det blir obligatorisk for kredittinstitusjoner å offentliggjøre egenkapitalandelen. I 2016 vil EBA rapportere til Kommisjonen om kapitalkravene er hensiktsmessige. Testperioden 2013-2016 skal benyttes for endelig kalibrering av andelskravet i 1. halvår av 2017. Egenkapitalandelen vil være et bindende obligatorisk minstekrav fra 2018.

### 8.3.4 Kalkulering av uvektet egenkapitalandel<sup>138</sup>

Malene og instruksjonene klarlegger hvordan egenkapitalandelen skal beregnes.<sup>139</sup> Egenkapitalandelen utgjør forholdet mellom et foretaks kjernekapital og eksponeringer.<sup>140</sup>

---

<sup>135</sup> Direktiv 2010/78/EU, sml. Direktiv 2006/48/EC art. 74 og CRR art. 417 nr. 2 og art. 436 nr. 2, og art. 482

<sup>136</sup> 1093/2010/EC art. 15 nr. 4 i

<sup>137</sup> CRR art. 436(1), og 487(2)

<sup>138</sup> Foredrag "QIS skjemaer relatert til uvektet egenkapitalandel (Leverage ratio)" av Finanstilsynet v/Christian Myrdahl 16. mars 2010, og Dyre Syvertsen (2012)

<sup>139</sup> EBA/CP/2012/06 Annex IV (b) – reporting on leverage ratio

<sup>140</sup> CRR art. 416 nr. 2

Egenkapitalandelen skal utgjøre minimum 3 prosent av summen av balansen og risikoeksponeringer utenfor balansen;<sup>141</sup>

$$\frac{\text{Kjernekapital; Egenkapital + Perifer kjernekapital}}{\text{Eksponering; Aktiva + Poster utenom balansen}} > 3\%$$

Beregningen skal fokusere på bruttostørrelser. Kjernekapital defineres som summen av egenkapital og perifer kjernekapital.<sup>142</sup> Eksponeringen defineres som bokført verdi aktiva med tillegg av ikke-balanseførte eiendeler.<sup>143</sup> Det følger av CRR art. 22 nr. 3, sml. art. 416 nr. 4, 2 at verdien av eiendeler og ikke-balanseførte poster skal fastlegges etter revisjonsrammeverk i forordning 1606/2002/EC for IFRS-institusjoner, eller Direktiv 86/635/EEC for GAAP-institusjoner.

#### 8.3.4.1 Verdipapirisering og uvektet egenkapitalandel

Det er uklarheter om hvordan forholdet er mellom egenkapitalandelen og verdipapirisering, og hvordan ikke-balanseførte arrangementer skal registreres og rapporteres. Den opprettholdte eierinteresse på 5 % og støttetiltak til spesialforetaket er en del av beregningen av egenkapitalandelen. En naturlig språklig forståelse av ordlyden i CRR art. 416 tilsier at hele verdien av kontantstrømobligasjonene og transjene er en del av beregningen av egenkapitalandelen. Formålet til Basel 3 og Basel-komiteen har vært å omfatte kontantstrømobligasjoner i beregningen av egenkapitalandelen.<sup>144</sup> DG Markt uttaler i konsultasjonsrapport<sup>145</sup> om CRR at kontantstrømobligasjoner og transjer skal være

---

<sup>141</sup> ibid art. 482 nr. 2 litra g

<sup>142</sup> ibid art. 416 nr. 3 og 475 nr. 1, sml. art. 23 og 58.

<sup>143</sup> ibid art. 416 nr. 4, sml. art. 4 1. ledd nr. 50

<sup>144</sup> BCBS (2011) s. 59, sml. European Banking Federation( 2013) s. 7, og Gleeson (2010) s. 350

<sup>145</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/crd4/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/crd4/consultation_paper_en.pdf), s. 27, avsnitt 90-91

en del av kalkuleringen av uvektet egenkapitalandel. For øvrig skal beregning av investeringsposisjoner i transjer følge alminnelige regnskapsmessige standarder.

Det avgjørende er at uvektet egenkapitalandel, både i Basel III og i CRR, kalkuleres på bakgrunn av konsernregnskap hvor spesialforetak inkluderes, men uten at finansregnskapene da konsolideres for beregning av ansvarlig kapital. Kontantstrømobligasjoner kan da omfattes av egenkapitalandelen, såfremt disse er bokført. Regnskapsstandarder kan variere fra land til land. Avhengig av hvor kredittforetaket, spesialforetaket, og henholdsvis datterselskap og forgreninger av de to er etablert, vil et foretaks kontantstrømobligasjoner kunne konsolideres inn i finanskontoene til et konsern, for beregning av uvektet egenkapitalandel og samtidig være unntatt fra beregning av ansvarlig kapital.<sup>146</sup>

#### 8.3.4.1.1 IFRS

De viktigste regnskapsstandardene inne EU som regulerer dette er;

- 1) IFRS 10,<sup>147</sup> ”Konsolidering av regnskap”. Standarden skisserer ut krav for å forberede og presentere konsoliderte regnskap, med krav om hvordan kontrollere enheter konsolideres. Med kontroll menes en eksponering eller annen rett til variable inntekt, og evnen til å påvirke slik inntekt gjennom en investering. Om hvilken evne kredittinstitusjonen har til å kontrollere spesialforetaket, og hvilke inntekter kredittinstitusjonen får, vil bero på en skjønnsmessig helhetsvurdering. Kontrollbegrepet favner vidt, jf. IFRS pkt. B-9-B-54; stemmerettigheter, opsjoner eller konvertible instrumenter, kontraktsmessige arrangementer, eller en kombinasjon av disse inngår i helhetsvurderingen. Inntektsbegrepet varierer med aktiviteten til spesialforetaket, men omfatter både negative og positive avkastninger.

---

<sup>146</sup> The Joint Forum s. 59, og European Banking Federation (2013) s. 7, og Gleeson s. 350

<sup>147</sup> For sammenligning med GAAP, hvor kredittinstitusjoner registrerer forgreninger, datterselskap eller morselskap i f. eks Delaware i USA med spesialforetak i Irland, Luxembourg, eller Nederland, se US GAAP FAS 140, 166-167, og FIN 46 (R). Andre GAAP er etablert for Storbritannia, Kina, Frankrike og Tyskland.



Et spesialforetak (*structured entity*) i IFRS 12, pkt. BC82) er en enhet hvor aktiviteten er begrenset på en slik måte at dets aktiviteter ikke er underkastet tradisjonell kontroll. Om en enhet skal konsolideres beror på en skjønnsmessig helhetsvurdering av følgende momenter;

- Spesialforetakets formål og design, og kredittinstitusjonens involvering i utformingen av disse, jf. B-5-B-8.
- Særskilte kontrollstrukturer, herunder kontraktmessige arrangementer mellom spesialforetaket og kredittinstitusjonen, aktiviteter foretakene bedriver, og både implisitte og eksplisitte forpliktelser for kredittinstitusjonen til å støtte spesialforetaket, jf. B51-B-54.
- Kredittinstitusjonens eksponeringer ovenfor, eller rettigheter til variable inntekter fra spesialforetaket, jf. B-55-B-57.
- Sammenheng kontroll og inntekter, jf. B-58-B-73.
- Foretakenes forhold til andre enheter, jf. B-73-B-85.
- Kontroll over spesifikke eiendeler, jf. B-76-B-79.

På bakgrunn av støttetiltakene og forvaltningstjenestene en kredittinstitusjon yter for spesialforetaket er det vanskelig for kredittforetaket ikke å bli assosiert med spesialforetaket, og dermed ha konsoliderte regnskap for beregning av egenkapitalandelen. Hvor et spesialforetak er et fellesprosjekt eller felleskontrollert virksomhet i henhold til IFRS 11, skal dette rapporteres i henhold til IAS 28 og IFRS 12. Dette gjelder tilsvarende hvor kredittinstitusjonen utøver en viss innflytelse. Hvor det ikke er noen kontroll eller innflytelse fra kredittinstitusjonen vil aktiviteten til spesialforetaket rapporteres etter vanlige klassifiserings- og målingsregler i IFRS 9 *Finansielle instrumenter*.

- 2) IFRS 12, *Informasjon om eierinteresse i andre enheter*. Hvor en kredittinstitusjon ansees for å kontrollere et spesialforetak, vil informasjon måtte gis i henhold til IFRS 12. Dette inkluderer blant annet;
- Interesserisiko for kredittinstitusjonen, jf. BC34-BC36.

- Interesser i ukonsoliderte spesialforetak, jf. BC62-BC114, herunder risikoeksponeringer og investeringsinteresser.
- Aktiva til spesialforetak, jf. BC96.
- En oversikt over fortidige transaksjoner mellom kredittinstitusjon og spesialforetak, jf. BC107-BC110.

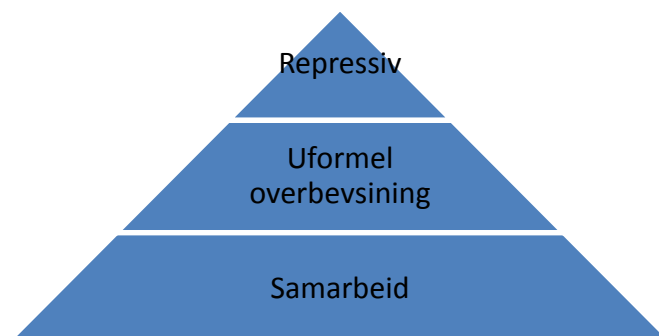
Alt etter hvilke regnskapsstandarder som gjelder og hvordan andelskravet blir håndhevet, vil kontantstrømobligasjoner, rentefordeler og salgsvederlag kunne bli en del av kalkuleringen av egenkapitalandelen. En mer ”konkretisert” formel kan illustrere forholdet;

$$\frac{\text{Salgsvederlag} + \text{Rentefordeler}}{\text{Kontantstrømobligasjoner} + \text{Transjer}} > 3\%$$

#### 8.4 Uvektet egenkapitalandel som tilsynsmiddel

Egenkapitalandelen er et administrativt middel for å få kredittinstitusjoner til å innrette seg etter og følge opp motivene i Basel 3 og CRR, ved henholdsvis å være et;

- Ex ante preventivt middel som kombinerer overvåkning, instruksjon og registrering.
- Ex post repressivt middel i form av konfliktløsning og sanksjonering, og offentliggjøring av databaser over aktørenes prestasjoner.



Figur; Uvektet egenkapitalandel består av tre nivå, hvorav øverste nivå er mest gjennomgripende.

Uvektet egenkapitalandel kombinerer to tilsynsmodeller;

- a) Et horisontalt kooperativt samarbeid med delvis selvstyrende markedsaktører. Her overfører standarder, anbefalinger og retningslinjer ansvar til kredittinstitusjonene. Tilsynet er uformelt, basert på tillit og prinsipper, og utføres av eksperter. Modellen er derfor både preventiv og pragmatisk. Tilsynene benytter et bredt spekter med virkemidler, hvor løsningen fokuserer på utfall og konsekvenser for finansmarkedet. Kritikere av modellen mener den er naiv, lite transparent. Det kan også være vanskelig å måle hvor effektiv modellen er.
- b) Vertikal kontrollmodell, hvor EBA gjennomfører ”undertrykkende” tilsyn basert på forvaltningsrettslige prinsipper og instrumenter. Tilsynet er formelt og bygger på mer juridiske modeller, der konfliktløsning gjenoppretter overtredelse av regler. Tilsyn fra EBA fokuserer da på foretakenes individuelle ytelser.

## 9 Kommentarer

### 9.1 Fordeler med uvektet egenkapitalandel<sup>148</sup>

Egenkapitalandelen tilbyr kjerneinformasjon om en kredittinstitusjons finansielle tilstand, og er et enkelt sammenligningsverktøy for EBA å administrere, anvende og håndheve. Sammenligning av flere egenkapitalandeler gir EBA et effektivt og overordnet systemperspektiv som gjør tilsynet bedre rustet til å forvalte systemrisiko. Når EBA sikrer en viss egenkapitalandel stabiliserer

- a) Ringvirkninger av rentepolitikk.
- b) Innvirkningene av økonomisk lav- og høykonjunktur på kredittinstitusjonenes investeringer, innlån og utlån.

---

<sup>148</sup> D’Hulster (2009) s. 3-4, og “Is Basel II enough? The benefits of a leverage ratio”, tale av Philipp M. Hildebrand desember 2008 ved London School of Economics

Det blir enklere for EBA å forutse intrikate sammentrekninger i aktørenes finansregnskap. Egenkapitalandelen er enkel å beregne og forholdsvis vanskelig å manipulere. Kapitalkravet gjelder uavhengig av institusjoners statistiske modeller, justeringsprosedyrer og nasjonale jurisdiksjoner. Dette reduserer muligheten for smutthull i loven. Tallene er ikke uforholdsmessig vanskelige å rapportere for markedsaktører. Ved å sikre at institusjoner holder igjen en viss mengde egenkapital eller reduserer gjeld, kan andelskravet potensielt lede til at

- a) Insolvens i fremmedfinansierte investeringer får minimale ringvirkninger.
- b) Forbedret kredittverdighet som øker muligheten for erverv av billig innlån.
- c) Deflasjonsrisiko reduseres.

En institusjon med høy gjeld skal i utgangspunktet kunne oppmuntres til verdipapirisering og omverdipapirisering av fordringer til skyggeindustrien, og dermed lettere oppfylle egenkapitalkravet. Det samme gjelder for institusjoner med relativt sunn egenkapitalandel, men høy gjeld, og som velger å selge kontantstrømobligasjoner i det alminnelige kredittmarkedet. Under de riktige forutsetningene kan verdipapirisering da tilføre effektivitet til finanssektoren (sml. pkt. 2.2 ovenfor).

## **9.2 Ulemper med uvektet egenkapitalandel<sup>149</sup>**

### **9.2.1 Generelt; økte kostnader og reduserte inntekter**

Her presenteres kort noen hovedpunkter som vil utdypes i 9.2.2. Uvektet egenkapitalandel påvirker rammeverket for verdipapirisering på to særskilte måter. På den ene siden for kredittforetaket som selger kontantstrømobligasjonene. På den annen side for investeringer i transjer. Forholdet mellom kjernekapital, kontantstrømobligasjoner og investeringsposisjoner må da forbedres.

---

<sup>149</sup> Marquardt (2010) s. 10-13

Hovedutfordringene for kredittinstitusjoner er de endrede insentivene til å handle med prioriterte transjer. Spesialforetaket må kanskje holde på prioriterte transjer fordi de ikke er risikable nok investeringer, da de ikke generere tilstrekkelige mengder avkastning. Kredittinstitusjonene må ha andre inntekter for å oppveie for redusert etterspørsel etter prioriterte transjer. Kapitalkostnadene for å holde på kontantstrømobligasjoner og investeringsposisjoner vil øke, og kredittkostnadene vil øke fordi aktørene må forsøke å holde på mer kapital. Kredittinstitusjonen påføres administrasjonskostnader når andelskravet må etterleves. Økte kapital- og administrasjonskostnader kan redusere overskudd, og disse kostnadene vil måtte overføres til institusjonens kunder og eiere. Kredittinstitusjoner med lavrisikable eksponeringer, og høylikvide porteføljer og verdipapirer, vil kunne føle at de blir straffet for risikoaversjon.

På den annen side vil investeringer i kontantstrømobligasjoner samtidig innskrenke muligheten for verdipapirisering av egne fordringer. Det kan i mange tilfeller være enklere å opprettholde andelskrav ved å holde på eiendeler i balanseregnskapet enn ved verdipapirisering av fordringer, særlig når salgsvederlaget ikke kan utnyttes effektivt. Dermed reduseres etterspørselen etter en finansieringskilde som er nyttig for å opprettholde økonomisk vekst og løse langsiktige finansieringsproblemer. Ved enten å begrense omfanget av henholdsvis fordringer som kan verdipapiriseres og omverdipapiriseres, eller investeringsposisjoner, vil spesialforetaket og kredittinstitusjonen oppleve tapte renteavkastninger, rentefordeler og salgsvederlag. Dette må spesialforetaket og kredittforetaket kompensere opp for ved enten å redusere kostnader eller å øke andre inntekter.

Utlåns- og innlånsaktivitet må ned fordi kredittinstitusjonen mister en finansieringskilde. Foretak som får høyere kapitalkostnader og ikke har alternative finansieringskilder, må øke renteinntektene. Kredittinstitusjoner vil generelt kunne få mer risikable balanseregnskap. Vilkår for utlån kan forandres, hvor konsumenter med stor andel egenkapital kan oppleve å bli stengt ute fra lånemarkedet. Dette skjer fordi konsumenten og finansieringsobjektet ikke

er en risikabel nok ”*investering*” ved ikke å være av tilstrekkelig verdi og ikke genererer nok renteinntekter.

Egenkapitalandelen vil effektivt redusere verdien av en eksplisitte eller implisitte offentlige sikkerhetsnett. Hvor offentlige garantier tidligere var en forsikring, øker egenkapitalandelen nå premien som må betales for denne forsikringen. Egenkapitalen vil gå til å bære en relativt større andel av kredittinstitusjonens potensielle tap. Selv om økonomisk effektivitet og velferd øker, påfører egenkapitalandelen institusjoner en ekstra eksponeringskostnad. Krav om mer egenkapital i regnskapene vil gjøre det vanskeligere å fremmedfinansiere spesialforetak, som gjerne skal være tynnkapitalisert.

### 9.2.2 Konkrete ugunstige utvelgelser

En kredittinstitusjon kan tilpasse seg andelskravet på fem særskilte måter;

- 1) Øke egenkapital.
- 2) Redusere gjeldsbeholdningen.
- 3) Redusere eksponeringer ved å omstrukturere finansregnskapets volum.
- 4) Selge kontantstrømobligasjoner til skyggeindustrien
- 5) Salg av eiendeler.

Disse tilpasningene vil ha forskjellige virkninger. Krav om egenkapitalandel, ansvarlig kapital, overskudd, kjernekapital og ren kjernekapital setter kredittinstitusjonen under betydelig press. Krav om mer egenkapital og mindre gjeld vil først og fremst lede til forskjellige typer av ugunstig utvelgelse. Hvert punkt behandles individuelt, selv om den mest rasjonelle for en kredittinstitusjon er å velge en optimal blanding av disse strategiene.

#### 9.2.2.1 Øke egenkapital

En kredittinstitusjon kan øke egenkapital på følgende måter;

- 1) Øke egenfinansiering.
- 2) Reallokkere passiva for investeringer (selvfinansiering).

- 3) Omstrukturere fremmedfinansiering.
- 4) Oppnå kvantitative lettelser.
- 5) Verdipapirisere lavrisikofordringer

#### *9.2.2.1.1 Tilfredsstillende investorenes risikovillighet*

For å øke egenkapitalfinansiering må risikoavkastning sammenfalle med aksjeeierenes risikoholdning. Aksjeeiere vil gjerne kreve en viss lånemargin og avkastning, som hovedsakelig oppnås gjennom utstedelse av høyrisikolån med høye renter. Pga. mer skepsis ovenfor ratingbyråer, vil investorer kompensere asymmetrisk informasjon rundt fordringene ved generelt å kreve høyere risikopremie. For å øke egenkapitalen må inntektene fra utestående fordringer øke slik at aksjeeieres krav om avkastning tilfredsstilles. Fordringene må også være av en viss verdi skal salgsvederlaget ha betydning for kredittinstitusjonen, og være av en viss risiko skal en rentefordel oppnås. Dermed må enten utlån av høyrisikolån øke hvor renter er høyere, eller mer risikable investeringer øke hvor potensiell avkastning er høyere. Egenkapitalandelen vil ikke reflektere reell finansiell risiko i eksponeringene. Antallet potensielt råtne lån kan da øke. Ekspansjon av etterprioriterte fordringer var nettopp en av hovedårsakene til kredittørken.. På den annen side kan institusjonen forsøke å absorbere kostnader ved å senke avkastningen til eiere. På lang sikt får eierne lavere avkastning i bytte mot redusert system- og kredittrisiko.

#### *9.2.2.1.2 Investeringer*

Kredittinstitusjonen kan for det første spare midler for reinvestering eller reinvestere overskudd, fremmedkapital, og innskudd. Sparing fra flere aktører samtidig, strammer inn etterspørsel etter kreditt og påfører samfunnet alternativkostnader i form av et sparsommelighetsparadoks.<sup>150</sup> Investeringer i risikable aksjer eller fond vil for det andre måtte øke. Kortsiktig spekulasjon fremfor langsiktig investeringer kan bli resultatet. Det kan være lite effektivt å utsette egenkapital-, og fremmedkapitalbeholdningen for slike

---

<sup>150</sup> Eggertson (2012) s. 16-17

risikoooperasjoner hvis avkastningen er lite tilfredsstillende eller går med tap. Eventuelt kan kredittinstitusjonen likvidere innskudd og andre finansielle forpliktelser for investering i egenkapitalinstrument. Kundene kan da få feilslåtte signaler om at kredittinstitusjonen er insolvent, med den følge at institusjonen opplever innskuddstørke.

Å ha porteføljer med kontantstrømobligasjoner med sikkerhet i sertifikater i gir ikke samme avkastning som tidligere. Interessen for disse vil synke, og man vil få en økning av investeringer i verdipapirer med sikkerhet i obligasjoner. Tradisjonelt sett har det blitt utstedt store volum lavrisikolån (eks. boliglån). Skal egenkapital opptjenes og overskudd opparbeides må fordringer og operasjoner som gir lav avkastning reduseres. Dette gjelder først og fremst fordringer med lav risikoprofil, dvs. fordringer som har lav rente. Om hvorvidt et utstedt lån er risikabelt eller ikke, beror på hva slags risikoprofil debitor har; tilbakebetalingsevne, verdien på sikkerhetsstillelse, låneverdi etc.

Det er rasjonelt for kredittinstitusjonene å holde på høyrisikofordringer som opprettholder visse renteinntekter. Høyrisikolånene kan uansett støttes uansett med innskuddsgarantier og kapital fra sentralbanken. Institusjonen vil rasjonalisere kreditt. Kredittinstitusjoner og privatpersoner vil kunne oppleve å bli stengt ute fra det primære lånemarkedet. Revalueringskostnadene til investorene vil øke slik at man får mest mulig ut av marginale fordeler i transjene.

#### *9.2.2.1.3 Refinansiering*

For å redusere rentekostnader og utjevne gjeldsbyrder vil et finansieringsskifte fra kapitalmarkedet til pengemarkedet finne sted. Reduserte marginale rentekostnader letter på forholdet mellom egenkapital og fremmedkapital. Å tegne kortsiktige obligasjoner og sertifikater fra andre kredittinstitusjoner, Den Europeiske Sentralbanken(ESB), ESFS eller ESM for å nedbetale langsiktige obligasjoner kan være en nyttig løsning. En institusjon kan også søke å senke renter på pengeinnskudd. Dette vil allikevel kunne gjøre at institusjonen mister kunder.



#### *9.2.2.1.4 Kvantitative lettelser og åpne markedsoperasjoner*

Eventuelt kan kvantitative lettelser fra ESB, EFSM og ESM, ved oppkjøp av statsobligasjoner og statsgjeld, senke rentekostnader i kapitalmarkedet. Oppkjøp av insolvente fordringer kan også være en mulighet å øke egenkapitalbeholdning. Salgsvederlag som kredittinstitusjonen får, reduserer finansiell risiko. På den annen side kan det oppstå en likviditetsfelle med betydelige alternativkostnader, når de mottatte pengene ikke senker rentene i finansmarkedet, og dermed heller ikke stimulerer økonomisk vekst.<sup>151</sup>

#### *9.2.2.1.5 Verdipapirisering av lavrisikofordringer*

Verdipapirisering av lavrisikofordringer kan være en naturlig løsning såfremt transaksjonskostnadene er mindre enn finansieringskostnadene for lån i det tradisjonelle finanssystemet. Poenget er da å beholde høyrisikofordringer pga. høyrente, og verdipapirisere lavrisikofordringer for å oppnå salgssum og eventuell rentefordel. Med dette justerer kredittinstitusjonen sin lånestruktur og minsker balanseregnskapets volum. Ved å kvitte seg med lavrisikofordringer, vil foretaket oppleve nedgradering av kredittverdighet. Dette kan gjøre det vanskeligere å oppnå ytterligere egenkapital- og fremmedfinansiering. Det kan være vanskelig å få tak i investorer som vil akseptere sikrere investeringer og lavere renteavkastning i et kapital- og pengemarked som generelt vil kreve høyere risikoavkastning.

#### *9.2.2.2 Strupe gjeldsmarkedet*

Istedenfor å øke egenkapitalbeholdning, kan en kredittinstitusjon søke å redusere fremmedfinansiering fra lånemarkedet<sup>152</sup>, kapitalmarkedet eller pengemarkedet. Dermed utjevnes ikke ubalanser gjennom å tilføre likviditet. Høyere renter på mellomlån leder til et

---

<sup>151</sup> ibid s. 18-19

<sup>152</sup> Sikter her til "interbankmarkedet"

mer ineffektivt betalingssystem. Reduksjon av gjeldsandel kan lede til sjokk i finanssystemet. Ved innstramming av fremmedfinansiering kan deflasjon true økonomien. Deflasjon innsnevrer kreditt og reduserer likviditet. Redusert kreditttilførsel gjør at forbruk, forretningsaktiviteter og reinvesteringer går ned. Hvor prisene på kredittjenester går ned, vil aktivaverdi senkes. Dette medfører reduserte inntekter, eventuelt underskudd og tap.<sup>153</sup> På den andre siden vil kunder ikke få lånefinansiering, eller tildeles minimalt med lån, med redusert etterspørsel i konsumentmarkedet og innstramming i privatøkonomi som konsekvens. Til slutt må offentlige myndigheter gripe inn gjennom skattefinansierte krisetiltak for å stimulere likviditet.

Sammen med reduksjon av fremmedkapital og økning av egenkapital kan foretaket kreve ensidig nedbetaling av fordringer. Dette kan gå utover konsumentvelferden ved at kundene settes under mer press og får mindre gunstige lånevilkår. Kredittinstitusjonen vil også få redusert sine skattefordeler da det blir mindre skattefradrag for renter.

#### 9.2.2.3 Reduserte kontantstrømobligasjoner og investeringsposisjoner<sup>154</sup>

Redusert verdipapirisering vil presse debitorenes renter opp. Kreditt- og rentekostnader øker da for både fysiske og juridiske personer. Lave renter på utlån og kontantstrømobligasjoner går hånd i hånd. Vurderingskostnader av debitorer går opp. Når illikvide fordringer ikke omgjøres til omsettelige verdipapirer, senkes likviditet og kapital frigjøres ikke. Avhengig av størrelse på pant, kontantstrømningene og pengepolitikk, vil innstramming av pengetilbud og reduserte muligheter for verdipapirisering føre til sammentrekkinger i kredittmarkedet og redusere kreditttilførsel til resten av finansmarkedet.

Man vil heller ikke kunne få effektiv allokering av risikoavsetninger mellom risikovillige investorer. Risiko vil ikke spres på en hensiktsmessig måte i finansmarkedet. Løpetiden til visse debitorer vil ikke kunne forlenges. Når bankene ikke får spredt

---

<sup>153</sup> Eggertson og Krugman s. 1-2

<sup>154</sup> Sabry (2009) s. 119, 170, 197, og 217

kontantstrømobligasjoner, får man mer homogene grupper med debitorer. Inntekter, nedbetalinger, og renteforskjeller vil ikke kunne utjevne en institusjons likviditet.

#### 9.2.2.4 Allokering av midler til det uregulerte markedet

Kontantstrømobligasjoner vil i økende grad plasseres i skyggeindustrien. For stor etterspørsel etter tjenester fra skyggeindustrien vil kunne lede til ufullkommen konkurranse og redusere konsumentoverskudd. Skyggetjenester forfordeler deltakere som har tilstrekkelige med midler og ekspertise til å utnytte lovens smutthull. Fordi regelverket er delvis styrende for etterspørsel etter skyggeindustriens virksomhet vil egenkapitalandelen øke etterspørselen etter ”skyggetjenester”<sup>155</sup>. Når etterspørsel etter skyggetjenester kun styres av muligheten for smutthull, er ikke skyggeindustrien et offentlig gode. Eksempelvis kan transaksjonskostnadene i skyggeindustrien være høyere enn i vanlig industri, men tilbyr en marginal fordel ved å omgå regelverket.<sup>156</sup>

Ovenfor skyggeindustrien er det vanskelig for EBA å handle; tilsynet av industrien er annerledes lagt opp enn tilsyn av den vanlige bankindustrien. Dette skyldes henholdsvis at skyggeindustrien opererer på tvers av henholdsvis lovsystemer, krav til ansvarlig kapital, skatteinntekter, og tilgang på finansielle ressurser. Forskjellene skyldes et fragmentarisk globalt regelverk for finans, at kapitalkrav varierer med kredittverdighet, og pga. utilstrekkelig koordinering mellom tilsynsmyndighet. Fraværet av garantier og støtte fra sentralbanker utsetter debitorene, spesialforetaket og investorene for betydelig risiko; konsumentvelferden er heller laber i skyggeindustrien. Skyggeindustrien er fragmentarisk og beheftet med betydelig asymmetrisk informasjon. Når skjult systemrisiko manifesterer seg brått, vil gjensidige avhengighet skape panikk i finansmarkedet.<sup>157</sup>

---

<sup>155</sup>Strukturerte finansiering og investering gjennom spesialforetak og fond som anvender rentebærende markedspapirer, obligasjoner, sertifikater, kontantstrømobligasjoner, gjenkjøpsavtaler etc.

<sup>156</sup> Schwarcz (2012) s. 623-624

<sup>157</sup> ibid s. 627-628

#### 9.2.2.5 Selge eiendeler<sup>158</sup>

Tvangssalg av aktiva bidrar ikke til samme verdiskapning som frivillig salg gjør. Overpriset aktiva og salg av aktiva til underpris reduserer foretakets verdi. Tap som et salg påfører en institusjon må kompenseres. Virksomheten blir da mer sårbar for konkurrenter, og forrykker konkurranseforholdet i markedet ettersom andre kredittinstitusjoner vil søke å forsterke sin markedsposisjon. Eventuelle utskilte forretninger fører til tapte stordriftsfordeler og synergieffekter. Utskilling av forretninger og oppdeling kan fort lede til underpresteringer og tap av kontroll over bedriften. Avvikling av operasjoner kan innebære oppsigelser og arbeidsledighet. Salg av aktiva innebærer betydelige transaksjonskostnader, analyser og planlegging. ”*Hurtigsalg*” av eiendeler sender feilaktige signaler til investorer om at en institusjon kan være i ferd med å gå under.

Hvor foretaket velger fusjonering eller overtagelse, oppstår det spenninger mellom eiere i forhold til hvordan andeler skal fordeles og prises. Spenninger innad i institusjonen kan oppstå som følge av konsentrasjoner av eierskap, konflikter mellom aksjeklasser, og dårlig selskapsledelse. Overtakelse og fusjonering ved både nasjonal og internasjonal børsnotering medfører komplekse og kostbare noteringsvilkår, og skatt på fordeler.

### 9.3 Forslag til forbedringer<sup>159</sup>

Negative ringvirkninger fra egenkapitalandelen kan avdempes med de riktige virkemidlene. For å skape et Kaldor-Hicks effektivt resultat kan EU gjennomføre juridiske og institusjonelle reformer som realiserer positive fordeler. Målet må være å oppnå en balanse som skaper mest mulig konsument- og produsentoverskudd for kredittinstitusjonene og investeringsfirmaer. Tiltakene må være fleksible og dynamiske og ikke påføre markedsaktørene unødige ulemper. Tiltakene som her foreslås er ikke definitive løsninger, men heller retningslinjer. Løsningene bygger på tre særskilte prinsipper. For det første må tiltaket ligge rimelig innenfor EBA sin diskresjonære myndighet. For det andre må

---

<sup>158</sup> Muir (1995) s. 54 og s. 57-58

<sup>159</sup> Riddiough (2010) s. 16-19

tiltakene kombinere markeds- og planøkonomi, men med det formål å skape et mest mulig åpent og informativt verdipapiriseringsmarked.

Finansieringskjeder og ”skyggetjenester” gjør at EBA og investorer må få mer og bedre tilgang til billig informasjon om investeringsrisiko. En skisse over hvilke institusjoner som er tilknyttet hverandre må utarbeides. De viktigste virkemidlene til EBA er nedfelt i 1093/2010 art. 8 nr. 2. De fleste av forslagene her vil måtte utformes som meninger rettet mot troikaen jf. 1093/2010 art. 8 nr. 2 litra g, sml. art. 34. Skal en standard kunne utvikles, må dette være ettertrykkelig være hjemlet.

### 9.3.1 Gjeldssanering<sup>160</sup>

Gjeldssanering utenfor domstolene kan være en effektiv måte for EBA å forenkle forvaltning av fremmedkapital i verdipapiriseringsprosessen. Det er vanskelig å få tilstrekkelig underliggende informasjon om partenes private sikkerhetsstillelser. Ved sanering forsøker EBA å omgjøre tapsutsatte kontantstrømobligasjoner til presterende kontantstrømobligasjoner. Sanering demper ringvirkninger som komplekse kreditorkjeder og insuffisient aktiva forplanter til kredittinstitusjoner og investorer. Midlertidig involvering fra EBA avlastar domstolene, avdemper markedssvikt som kan påvirke saneringen, og hindrer ineffektive kontantstrømobligasjoner.

EBA kan involvere seg på forskjellige måter. For det første kan EBA utarbeide et juridisk rammeverk for skreddersydd gjeldssanering ved kontantstrømobligasjoner.<sup>161</sup> EBA bør belønne og oppmuntre til gjeldssanering utenfor domstolene. Eventuelle rammeverk bør inneholde bestemmelser om følgende;

---

<sup>160</sup> Laeven (2009) s. 6-14, og Laryea (2010) s. 8-25, og Liu (2013) s. 10

<sup>161</sup> Se f. eks. “The London approach” og INSOL international’s “Statement of principles for a global approach to multi-creditor workouts”.

- 1) Standardisert behandling av tapsutsatte kontantstrømobligasjoner, nedbetalingsmoratorium, og forbud mot for tidlig panttiltreddelse ved illikvide kontantstrømobligasjoner.
- 2) Automatisk utsettelse av nedbetaling og endring av lånevilkår som tar høyde for debtors relative betalingskapasitet, og utskilling av debitorer fra uholdbare gjeldsbyrder ved slutten av likviderings- og gjeldsordningsperioden.
- 3) Frivillig reduksjon av hovedstol, renter, og forlenget løpetid, eventuelt midlertidig betalingsutsettelse.
- 4) Verdimaksimal individuell panttiltreddelse og kollektiv gjeldsforfølgning, effektiv likvidasjon, og rettferdige gjeldsordninger som motvirker strategisk oppførsel mellom debitor og kreditor.

For det andre bør EBA utvide sitt samarbeid med ESB og ESM for å kanalisere finansiell midler som støtter opp om gjeldssaneringen. Bruk av finansiell støtte bør variere med omfang av problem, hvilken kapasitet partene har til å absorbere tap, og hvilket fiskalt spillerom EBA kan manøvrere i. EBA kan yte indirekte kapitalstøtte ved en privat markedsløsning for marginale ulemper saneringsprosessen påfører partene. Debitorene og kreditorene overlates da til å bestemme innhold, rekkevidde og vilkår for å dele byrder. Finansielle midler kan benyttes til å kjøpe opp illikvide transjer og refinansiere kontantstrømobligasjoner, subsidiere renter, være betalingsgaranti, demme opp for nedskrivninger, og benyttes som forsikring mot valuta og renteendringer.

For det tredje kan EBA opptre som et rådgivende mellomledd for debitorer og kreditorer og foreta en enkelt- eller fellesavgjørelse om hvordan byrdene av illikviditet og insuffisiens skal fordeles. Her bør EBA oppmuntre partene til å gi nødvendige opplysninger for å hindre asymmetrisk informasjon og sette opp en tidsramme for saneringsprosessen. EBA bør sette opp offentlige databaser for analyse av slike prosesser og gjennomføre offentlige kampanjer om saneringsverktøy. Gjeldssanering på tvers av sektorer nødvendiggjør at EBA har tilstrekkelig ekspertise og nødvendig kompetanse, og konkretiserer sitt samarbeid med

EIOPA og ESMA mer. Små og mellomstore foretak bør, på grunn av dets regnskapsvolum og arbeidstagere med mellomlønn, følges ekstra opp.

### 9.3.2 Betinget kapital<sup>162</sup>

Basert på tall ECOFIN får fra EBA gjennom ESRB kan den uvektede egenkapitalandelen på 3 % settes som en utløsningsmekanisme for å få betinget kapital fra ESM eller ESB. Betinget kapital gjør det enklere for kredittinstitusjoner å imøtekomme kravet om uvektet egenkapitalandel og er et allsidig verktøy for manglende oppfyllelse av egenkapitalandelen. Ved å holde på tilstrekkelige reserver kan en institusjon lettere absorbere ekstra kostnader, motvirke illikviditet og forvalte finansiell risiko. Betinget kapital forenkler adgangen til verdipapiriseringsmarkedet. En kredittinstitusjon som har vanskeligheter med å investere i kontantstrømobligasjoner, eller tilby kontantstrømobligasjoner får da injisert egenkapital ved at perifer kjernekapital eller tilleggskapital fra det offentlige enten konverteres til egenkapital eller nedskrives.

Slike konverteringer og nedskrivninger forenkler makroøkonomisk og mikroøkonomisk krise- og risikohåndtering og motvirker systemrisiko. Betinget kapital vil da kunne være gjeld i tider med lite verdipapirisering, men blir egenkapital når mer verdipapirisering er ønskelig. Dette forenkler kredittinstitusjonens forvaltning av forpliktelser. Det kan være mer rasjonelt for offentlige myndigheter å anvende betinget kapital for å avlaste kredittørke fra redusert verdipapirisering. Imøtekommes ikke egenkapitalandelen er det vanskelig å få penger fra andre enn det offentlige. Det er mer effektivt med rekapitalisering på bakgrunn av forhåndsbestemte arrangementer. Betinget kapital reduserer omfanget av skattepenger som anvendes i etterpåklokskapens navn. Betinget kapital kan dessuten støttes opp med privat forsikring og andre kapitalmidler.

---

<sup>162</sup> Pazarbasiglou, m.fl. (2011) s. 4-5, og "Incentive effects of contingent capital" av Himmelberg og Tsyplakov 2012 s. 29-31

### 9.3.3 Regulere skyggeindustrien<sup>163</sup>

EBA må begynne å omfavne nyttige sider ved skyggeindustrien ved å bli kjent med industriens operasjoner og tjenester. EBA kan enten søke å fusjonere det alminnelige kredittmarkedet med skyggeindustrien, eller skille aktivitetene i kredittmarkedet og skyggeindustrien for så å innebygge brannmur mellom dem. EBA må forstå hvordan forskjellige parter gjennomfører verdipapirisering og hvordan gjennomføringen påvirker økonomi og finansmarkedet. For verdipapirisering kan EBA;

- 1) Utvide samarbeidet med private initiativ; the Association for Financial Markets in Europe, the European Financial Services Round Table med å utvikle Prime Collateralised Securities (PCS), slik at informasjonssvikt senkes.
- 2) Avbøte rasjonalitetssvikt ved å etablere beste praksis for bruk av algoritmer som beregner kredittrisiko i transjer.
- 3) Minske kontraktsvikt ved å redusere interessekonflikt mellom en institusjons ledelse og eiere, og bonusordninger som favoriserer kortsiktig spekulasjon på bekostning av en institusjons langsiktige interesser. Bonusordninger basert på langsiktige operasjoner kan være en løsning.
- 4) Redusere insentivsvikt ved å forandre måten investorene overvåker risiko.

EBA sitt hovedfokus for skyggeindustrien bør allikevel være å sette opp mekanismer for komplekse ”gjenkjøpskjeder”. Mange skyggeinstitusjoner finansieres gjennom ”gjenkjøpsgjeld”<sup>164</sup>, en avansert form for privat folioinnskudd. Da anvender en kreditor pant fra en gjenkjøpsavtale, til å stille sikkerhet for å inngå enda en gjenkjøpsavtale. Slike gjenkjøpskjeder er sensitive for innløsning av krav. Tiltak må utarbeides for å hindre utstrakte innløsningskrav når illikviditet skaper forstyrrelser i gjenkjøpsmarkedet.

---

<sup>163</sup> Schwarcz (2012) s. 631-642, og Claessens m.fl (2012) s. 22

<sup>164</sup> På engelsk; “repo debt”



#### 9.3.4 Risikokonsentrasjoner

EBA må utarbeide forvaltningsmodeller for å håndtere konsentrasjoner av finansiell risiko i kontantstrømobligasjonene. Forvaltningsmodellene bør ta utgangspunkt i tall fra finansregnskapet, og skreddersys i forhold til individuelle institusjoners karakteristikk.

Forvaltningsmodellene bør ta høyde for illikvide kontantstrømobligasjoner på tvers av transjer i en portefølje, gjennomføre sensitivitetsanalyse av kontantstrømninger og måle transjenes kreditteksponeringer ovenfor statspapirer og overnasjonale papirer. Forvaltningsmodellene kan anvendes i stresstester for å kvantifisere insolvens og insuffisiens i transjer. Stresstester muliggjør effektive finansielle, operasjonelle og strukturelle beredskapsplaner for å håndtere fremtidig systemrisiko.

#### 9.3.5 Oppløsningsregimer<sup>165</sup>

Det totale økte risikonivået som en uvektet egenkapitalandel medfører, gjør at EBA må utarbeide instrumenter for monopolprofitt i det primære utlånsmarkedet. EBA bør etablere et standardisert og ekstraordinært oppløsningsregime for store kredittinstitusjoner. Et troverdig, gjennomførbart og bærekraftig oppløsningsregime er her å redusere aktiva ved å overføre et større antall kontantstrømobligasjoner til flere spesialforetak; det er bedre å spre finansiell risiko blant spesialforetak enn å konsentrere det i et oppblåst balanseregnskap. Mange lovgivere innen EU har prøvd å bekjempe skyggeindustrien ved å blåse opp balanseregnskapene til enkelte alminnelige kredittinstitusjoner, i den tro at det alminnelige kredittmarkedet blir mer konkurransedyktig. Økt profitt for verdipapiriserende institusjon senker egen lånestandard, noe som tvinger andre konkurrenter til å gjøre det samme. Dette reduserer kvaliteten på utlån, og gjør det primære lånemarkedet mindre effektivt. For store balanseregnskap reduserer aktsom utlånspraksis og selskapsgjennomgang, med konsentrasjon av finansiell risiko som konsekvens.

---

<sup>165</sup> Ahn (2012) s. 18

### 9.3.6 Danne et større antall prioriterte transjer<sup>166</sup>

Det er lite rasjonelt at porteføljer hovedsakelig skal bestå av prioriterte transjer, når et av formålene med verdipapirisering er å overføre risiko for mislighold. Kredittinstitusjonen bør i en overgangsperiode holde på informasjonssensitive etterprioriterte transjer og heller selge prioriterte transjer. EBA bør utarbeide planer for at prioriterte transjer blir delt opp i flere underordnede transjer. Jo mer fragmentert prioriterte transjer er, desto flere informasjonssignaler blir sendt til markedet. Et større antall prissignaler gjør det lettere å identifisere illikviditet, særlig ved omverdipapirisering. Prioriterte transjer kan være særlig utsatt for sensitiv informasjon fra investorer når det oppstår betydelige usikkerheter om mellom- og etterprioriterte transjer. Investorene velger å ha et mer overordnet perspektiv på prioriterte transjer.

Flere signaler fra transjer kan gi et bedre bilde av finansiell risiko. Tradisjonelt sett velger kredittinstitusjoner å danne prioriterte transjer med få kontantstrømobligasjoner av høy verdi. Størrelsen på en portefølje er viktig for produksjon av informasjon fordi separasjon av transjer medfører økte marginale fordeler. Jo mer finansiell risiko det er i en transje, desto høyere marginale fordeler vil oppdelingen gi, og jo flere antall transjer bør dannes. Det omvendte gjelder ved likviditet.

Prioriterte og mellomprioriterte transjer kan effektiviseres ved å utskille høylikvide kontantstrømobligasjoner til ny egen transje. Jo flere ganger man separerer en transje, jo mer stabile ansamlinger av kontantstrømobligasjoner får man. Dermed får man gradvise risikoavsetninger etter hvert som investorenes risikoetterspørsel dekkes. På den annen side vil mer likvide kontantstrømobligasjoner gi lavere avkastning til investorene. Jo høyere kredittrisiko, desto høyere risikopremie vil investorene kreve. Økt kredittrisiko senker avkastning for lavt rangerte transjer fordi investorene trekker seg ut, men øker avkastningen for høyere rangerte transjer fordi risikovillige investorer kommer til.

---

<sup>166</sup> Chemla (2013) s. 41-42, Franke (2011) s. 9

Mellomprioriterte og etterprioriterte transjer bør derfor tilsvarende deles opp for å generere flere kontantstrømsignaler.

Tilsvarende bør kredittinstitusjonene øke antallet kontantstrømninger i hver transje. Flere kontantstrømninger øker kompleksiteten og potensiell asymmetrisk informasjon, men kan utvide mulighetene for å jevne ut illikvide kontantstrømobligasjoner. Jo flere kontantstrømobligasjoner det er i en transje, desto mer marginale fordeler vil en institusjon oppleve ved å dele transjen. Den optimale mengden transjer som kan dannes øker med antallet kontantstrømobligasjoner i transjen. Risikopremie og avkastning øker med asymmetrisk informasjon. Jo mer oppdeling, desto mindre asymmetrisk informasjon og lavere risikopremie fordi risikoen spres gradvis mellom investorene. EBA burde også utarbeide meninger om hvordan man kan skape mer heterogene transjer, f. eks ha transjer som ikke bare består av boliglån, men kombinere kontantstrømninger fra boliglån, billån eller kredittkortlån.

### 9.3.7 Etterprioriterte transjer<sup>167</sup>

Fordi omfanget av etterprioriterte transjer er mindre enn de i mellomprioriterte og prioriterte transjer får investorene et mer konkret forhold til kredittrisiko. Etter å ha solgt prioriterte transjer, kan fokuset skifte over til de underprioriterte transjene. På grunn av det økte risikonivået må EBA etablere et dedikert marked for etterprioriterte transjer, hvor kredittrisiko kan overvåkes bedre. Det er vanskelig å selge underordnede transjer til rimelig pris, fordi det krever en viss grad av risikovillighet og ekspertise hos investorene. Et effektivt marked må kunne tilby markedsaktørene fortløpende informasjon om pantverdi og hvordan kontantstrømobligasjonene presterer.

Eventuelle standarder bør inneholde bestemmelser om;

- En avkjølingsperiode forut for investeringene slik at investorene kan analysere kontantstrømobligasjonene.
- Offentlig database over relevante dokumenter og investeringer.

---

<sup>167</sup> Association of mortgage investors (2010)

- Ansamlings- og forvaltningsdokumenter, samt regnskapsføring av tjenester og saneringsprosesser.
- Utvikle klare definisjoner for verdipapiriseringsmarkedet. Forenkling og standardisering kan utvide handelen av etterprioriterte transjer i andrehåndsmarkedet til børsen, hvor priser er mer synlig for investorer og lovgivere.
- Interessekonflikter må løses mellom tjenesteforvalter og investorer, uavhengige og kvalifiserte tillitsmenn må sikres.

### 9.3.8 Kredittderivatindeks

EBA bør utarbeide meninger om hvordan man kan danne et skreddersydd kredittderivatmarked for kontantstrømobligasjonene.<sup>168</sup> Kredittderivater yter markedsdisiplin ved å redusere asymmetrisk informasjon. Et velkonstruert og åpent indeksbasert kredittderivatmarked innen EU vil kunne generere priser og handelstall om kontantstrømobligasjonenes pant. Informasjonsproduksjon avdemper det potensielle økte risikonivået en uvektet egenkapitalandel gir insentiver til.

### 9.3.9 Innskrenke handlingsrommet til pensjonsfond<sup>169</sup>

Selv om CRR art. 395 har påført investorene mer ansvar, bør EBA konkretisere beskyttelse av institusjonelle investorer, særlig pensjonsfond. Det er strenge ansvarsregler for pensjonsfond ved store underskudd og tap. Dette skaper en flokkmentalitet blant dets investorer som forvrenger illikvide verdipapirmarkeder og gjør at finansiell risiko blir oversett. Slike forvrengninger kan reduseres ved å allokere pensjonsmidler til aksjer, statsobligasjoner og høygraderte selskapsobligasjoner. Et forbud bør vurderes mot investering av pensjonsmidler i fast eiendom, hedgefond og egenkapitalfond. Hedgefond

---

<sup>168</sup> Se f. eks iTraxx Europe Main 5Y

<sup>169</sup> PWC's Financial Services Institute (2011)

og egenkapitalfond investerer gjerne mye i strukturert finansprodukter som innehar innebygde gjeldskjeder. Derfor bør insentivene til pensjonsfond forandres.

### 9.3.10 Kortsiktig tenkning<sup>170</sup>

Tilgang til børskapital endrer insentivene til investorene. Direktører og toppledere som nyter begrenset ansvar utnytter kortsiktige overinvesteringer på bekostning av selskapets langsiktige forpliktelser. Overinvestering gjør at analytikere holder tilbake negativ informasjon fordi de kvier seg for å gå imot strømmen, ratingbyråer gir feilaktige karakterer, og revisorer ikke fanger opp spekulative rapporteringer. Mange aktører Organisasjonsformer for kredittinstitusjoner og investeringsfirmaer må endres for å dempe aktørenes *”konvekse lønnsomheten”*. EBA må bekjempe overinvesteringer i transjer ved å hindre flokkmentalitet blant investorer.

Kortsiktig tankegang må bekjempes gjennom institusjonelle regelverk om hvilke forpliktelser styre har ovenfor sine eiere ved investeringer i kontantstrømobligasjoner.

- 1) Utarbeide langsiktige investeringsplaner (5-7 år) for å sikre fremtidig vekst, og ha langsiktige mål og strategier.
- 2) Minimumskrav til gjennomgang av investeringer og forretningsplaner.
- 3) Kreve at direktører investerer noe av sin formue i eget selskap, slik at risiko og personlige kostnader blir internalisert i investeringsdriften.
- 4) Sikre uavhengige direktører og administrerende direktører som kan diskutere kortsiktighet åpent og evaluere styret, direktører og investeringer.
- 5) Lengre måleperioder for driftsprestasjoner og styreprestasjoner, med belønning for gode resultat.
- 6) Kvalitative evaluering, i tillegg til kvantitative vurderinger, av individuell og driftsmessig prestasjoner.
- 7) Utsette årlig belønning, så det kan holdes tilbake ved dårlige resultat.

---

<sup>170</sup> Salter (2012) s. 19-26

- 8) Arbeidsfortjeneste og opsjoner fastsettes etter langsiktige mål, hvor fortjeneste må minst dekke kapitalkostnader.

Kvartalsrapportering av investeringer for store selskap bør opphøre. Krav om slike rapporteringer gjør at kredittinstitusjoner og investeringsfirmaer utnytter regnskapsregler til å gi feilaktige fremstillinger med nettopp den konsekvens at eierandeler overprises. Skatt på kapitalgevinst som behandler langsiktige og kortsiktige investeringer likt bør forandres.

#### 9.3.11 Forenkle omstrukturering av spesialforetaket

Selskapsregler i lavskatteland krever gjerne at spesialforetak er et statisk og selvdrevent firma med liten eller ingen diskresjonær myndighet når emisjonen er fullført. Rigide lover er kostbare når systemrisiko realiseres. Regelverk som bygger mer fleksibilitet inn i spesialforetakets struktur må vurderes slik at kredittrisiko kan håndteres enklere. Disse regelverk kan forenkle forpliktelser for styre og direktør, skattebetaling og styresett, og intern finansiell og teknologisk restrukturering for å utvide og refokusere bedriftskontroll, eller endre eierskapsstrukturen. Eventuelt burde EBA arbeide for å ekskludere støttetiltak til spesialforetaket, inklusive likviditetsfasiliteter, fra beregningen av uvektet egenkapitalandel. EBA må sørge for mer åpenhet om den interne strukturen til spesialforetaket. Mer informasjon må foreligge om hvordan kontantstrømninger allokeres, hvordan sertifikater nedbetales, forholdet mellom kontantstrømobligasjonene og transjene, hvordan fullmakter fordeles mellom kredittinstitusjon og spesialforetak, og hvordan fulltegningsgarantien gjennomføres. Praksis og standarder kan inkorporeres i EBA sitt juridiske rammeverk for kontantstrømobligasjoner.

#### 9.3.12 Beskytte konsumentene<sup>171</sup>

Det følger av 1093/2010 art. 9 at EBA skal kunne beskytte utsatte debitorer. Dermed må EBA utarbeide et forslag til regelverk som inkluderer;

---

<sup>171</sup> Crew (2006) kap. 4 og 10

- Ex ante juridisk bindende minstenivå for nedbetalingskrav.
- Ex post sanksjonering (eks. kompensasjon) for dårlige forvaltningstjenester.
- Innarbeide lettelsener i egenkapitalandelen hvis konsumentene behandles bra.
- Etablere databaser som inneholder fagfellevurderinger av kredittinstitusjonene.
- Oppmuntre til å danne interessegrupper som kan representere debitorene. Slike interessegrupper kan gi debitorene en effektiv felles stemme, gi råd om oppløsning og tilsyn, og samarbeide med andre konsumentgrupper.

### 9.3.13 Holde EBA ansvarlig<sup>172</sup>

Hvor troikaen følger opp meninger utarbeidet av EBA, må et eventuelt karakteristisk tilsyn av kontantstrømobligasjoner underkastes politisk og juridisk kontroll. Et finansmarked i stadig forandring, smutthull i loven, og finansiell innovasjon kan gjøre det vanskelig for EBA å holde følge med markedsaktørene, og tilsynet kan stagnere eller bli ineffektivt. For å sikre en viss kvalitet på tilsynet må EU kreve rapportering fra EBA over progresjon i forhold til verdipapiriseringsmarkedet. EBA må også redegjøre for sine strategier og utarbeide forklaringer for berørte parter, og ha offentlig konsultasjon med partene slik at disse kan komme med utspill. I tillegg må politiske og juridiske kontrollinstrumenter utbygges med muligheter for å klage EBA sitt tilsyn til f. eks. en ombudsmann.

## 10 Konklusjon

Denne oppgaven har presentert mulige ringvirkninger av en egenkapitalandel for verdipapiriseringsmarkedet. Forholdet mellom EBA, egenkapitalandelen og verdipapirisering har blitt presentert. Verdipapiriseringsens rolle i finansmarkedet har blitt vurdert. Oppgaven har presentert hvordan kredittinstitusjoner kan tilpasse seg egenkapitalkravet, ugunstige utvelgelser som kan inntreffe, og hvordan EBA kan avbøte markedssvikt. Sammensatte drøftelser og forskjellige synspunkt har blitt presentert for å kunne se hovedproblemstillingen fra flere ståsteder, og for å illustrere hvilke interesser

---

<sup>172</sup> Hancher (2004) s. 11

finansiell regulering og banktilsyn må balansere. Balanseregnskap må omstruktureres, og kontantstrømobligasjoner vil allokere på en annen måte. Omfanget av risikooperasjoner vil øke i utlånsmarkedet, mens fremmedfinansiering og verdipapirisering vil gå ned. Aktivitetsnivået i skyggeindustrien vil øke.

Det returneres så til hovedproblemstillingen; *"Hvordan vil en uvektet egenkapitalandel påvirke verdipapiriseringsindustrien innen EU, og hvordan kan Det europeiske banktilsynet avbøte ulemper verdipapiriseringsindustrien påføres av egenkapitalandelen?"*

Det er ingen enkle svar på hovedproblemstillingen. Skal overdreven fremmedfinansiering begrenses, er egenkapitalandelen et steg i riktig retning. På den annen side har EU import et finansielt risikonivå likt det som eksisterte i USA da kreditørken slo til for fullt. EU har påført kredittinstitusjoner ekstra kostnader. I en overgangsperiode hvor kredittinstitusjoner omstiller seg, vil EBA i midlertidig kunne spille en viktig rolle i å avdempe finansiell risiko. Ved å utarbeide forskjellige meninger for troikaen, kan EBA forsøke å konkretisere et skreddersydd regelverk for kontantstrømobligasjoner.

For å gjenopprette en økonomisk likevekt, må EBA gjennomføre adekvate tiltak. Det har blitt argumentert for at EBA bør legge til rette for bedre gjeldsforvaltning, kanalisere kapitalstøtte, forsterke markedsdisiplin, utarbeide reguleringsplaner for skyggeindustrien, og forbedre insentiver for involverte aktører. Slike tiltak vil ikke alene forsikre et pareto-effektivt verdipapiriseringsmarked, men vil lette på markedssvikt. Selv om redusert fremmedkapital og økt egenkapital sikrer mer stabile institusjoner ved kredittørke, er denne stabiliteten et resultat av finansielle og økonomiske kompromisser. Hvordan institusjonene ligger an, og hvor suksessfull en egenkapitalandel er, vil først foreligge om en 5-7 år. De første rapportene i mai 2013 vil gi en pekepinn på hvem som må balansere sine regnskap bedre, og hvilke konsekvenser denne balanseringen vil få. Hvis egenkapitalandelens fordeler og ulemper veier opp for hverandre, eller fordelene er større enn ulempene, er egenkapitalandelen ønskelig.



I omstillingsperioden fremover må EBA beskytte verdipapiriserings status, verdighet og utvikling som et nyttig tilskudd til finansmarkedet. Et viktig anliggende i banktilsyn er å beskytte aktørenes egeninteresse i å bidra til et effektivt verdipapiriserings- og finansmarked. Dette synspunkt må være veiledende for mulige reaksjoner på markedssvikt.

## 11 Henvisninger og litteratur

### Bøker:

- Avgouleas, Emiliós, "Governance of global financial markets: The law, the economics, the politics", Cambridge University Press, Cambridge UK 2012
- Boe, Erik, "Innføring i juss – Juridisk tenking og rettskildelære" 1. utg. , Universitetsforlaget, Oslo 1996
- Crew, Michael and David Parker eds., "International handbook on economic regulation", Edward Elgar Publishing, Cheltenham UK 2006
- Eide, Erling og Endre Stavang, "Rettsøkonomi", Cappelen Akademisk Forlag, Oslo 2008
- Gleeson, Simon, "International regulation of banking", Oxford University Press, Oxford UK 2010
- Kinserdal, Arne, "Grunnleggende finansregnskapsforståelse", Cappelen Akademisk Forlag, Oslo 2008
- Robbé, Jan Job De Vries, "Securitization Law and Practice – In the Face of the Credit Crunch", Wolters Kluwer Law & Business, Austin Texas USA 2008
- Sejersted, Fredrik m.fl, "EØS-rett" 2. utg. Universitetsforlaget, Oslo 2004

### Artikler, tidsskrifter og avhandlinger:

- Association for financial markets in Europe/Finance for Europe, "The economic benefits of high quality securitization to the EU economy" 2012
- Ahn, Jung-Hyun og Regis Breton, "Securitization, competition and monitoring" Working paper for Banque de France 2012
- Association of mortgage investors, "Reforming the asset-backed securities market" 2010
- BCBS, "Consultative Document; Proposed enhancements to the Basel II framework" 2009
- Chemla, Gilles og Christopher A. Hennessy, "Skin in the game and moral hazard" Working paper 2013

- Claessens m.fl., "Shadow banking: economics and policy" IMF staff discussion note SDN/12/12, 4. desember 2012
- D'Hulster, Katia, "The leverage ratio; A new binding limit on banks" The World Bank group note no. 1 desember 2009
- Dyre Syvertsen, Bjørn, "Aktuell kommentar; Sammenligning av nordiske og norske banker basert på ulike soliditetsmål", Norges Bank Finansiell stabilitet nr. 9 – 2012
- Economic and Financial Affairs, "Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences, and Responses", European Economy Series, i European Economy 7/2009
- Eggertson, Gauti B. og Paul Krugman, "Debt, deleveraging, and the liquidity trap: a Fisher-Minsky-Koo approach" The quarterly journal of economics 2012, årgang 127 nr. 3
- EU-Kommisjonen, "Citizens summary; A proposal for stricter capital requirements and better corporate governance for banks and investment firms" 2011
- EU-Rådets presidentskap, "Agreed language with a view to the G20 Summit in London" 29/4 2009
- European Banking Federation, "Response to EBA consultation paper on EBA/CP/2012/06" 2013
- Franke, Günter og Tomas Weber, "Tranching and pricing in CDO-transactions" 2011
- Hancher, Leigh, Pierre Larouch og Saskia Lavrijssen, "Principles of good market governance", Tidjschrift voor economie en Mangement Vol. XLIX, nr. 2, 2004
- Laeven, Luc og Thomas Laryea, "Principles of household debt restructuring", IMF staff position note SPN/05/15, 26. juni 2009
- Laryea, Thomas, "Approaches to corporate debt restructuring in the wake of the financial crisis" IMF staff position note SPN/10/02 26. januar 2010
- Liu, Yan og Christoph B. Rosenberg, "Dealing with private debt distress in the wake of the European financial crisis", Working paper for IMF, WP/13/44 februar 2013

- Maatman, René, "The Credit Crisis and Financial Regulation" Artikkel i Ondernemingsrecht Effektenrecht blad nr. 14 artikkel nr. 9 23/10-2009
- Marquardt, Rolf og Martin Blåvarg, "The socio-economic consequences of introducing a leverage ratio for banks" Handelsbanken's Series of Small Publications No. 28 2010
- Moloney, Niamh, "EU Financial Market Regulation after the Global Financial Crisis: "more Europe" or more risks?" i Common Law Market Review 2010, 47(5)
- Muir, Russel, og Joseph P. Saba, "Improving state enterprise performance: the role of internal and external incentives", Working Paper fra World Bank 1995
- Norges Bank, "Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet", av Norges Bank skriftserie nr. 34, 2004
- Pazarbasiglou m.fl., "Contingent capital: economic rationale and design features", IMF discussion note, SDN/11/01, 25. januar 2011
- PWC Luxembourg, "Securitisation in Luxembourg" 2007
- PWC's Financial Services Institute, "Breaking the ice – using transparency to thaw the securitization market" 2011
- Riddiough, Timothy J., "Can securitization work? Economic, structural and policy considerations" University of Wisconsin 2010
- Sabry, Faten og Chudozie Okongwu, "Study of the Impact of Securitization on Consumers, investors, Financial Institutions and the Capital Markets", v/NERA Economic Consulting for American Securitization Forum 2009
- Salter, Malcolm S., "How short-termism invites corruption... and what to do about it" Working paper 2012
- Schwarcz, Steven L., "Regulating shadow banking" i Review of Banking and financial law vol. 31, No. 1 2012
- Stichele, Myriam Vander, "Bretton Woods Project rapport – Financial regulation in the European Union, mapping EU decision making structures on financial regulation and supervision" 2008

- van Meerten, Hans og Annette Ottow, "The proposals for the European Supervisory Authorities: the right legal forward?", I Tijdschrift voor Financieel Recht vol. 1, 2010

### **Rapporter:**

- De Larosiére, Jacques "De Larosiere-rapporten – the high level group on financial supervision in the EU" Brussels 25. februar 2009
- BCBS "Report on asset securitisation incentives" 2011

### **Rettsakter:**

#### **Norske lover;**

1988 Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) av 6. oktober 1988 nr. 40

#### **Traktat:**

- Lisboatraktaten, 2007/C 306/01, <http://www.consilium.europa.eu/Documents/treaty-of-lisbon?lang=en>

### **Forordninger:**

- Europaparlamentets- og rådets forordning nr. 1606/2002, om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder
- Europaparlamentets- og rådets forordning nr. 1781/2006, om informasjonskrav ved pengeoverføring
- Rådsforordning nr. 407/2010, om etablering av EFSM
- Europaparlamentets- og r detsforordning nr. 1092/2010, om makrotilsyn på EU-plan over finansmarkedet og opprettelsen av ESRB
- Europaparlamentets- og r detsforordning nr. 1093/2010, om etableringen av det europeiske banktilsynet
- Europaparlamentets- og r detsforordning nr. 1094/2010, om etablering av det europeiske tjenestepensjon s-, og forsikringstilsynet

- Europaparlamentets- og rådetsforordning nr. 1095/2010, om etablering av det europeiske verdipapirtilsyn
- Foreløpig forslag til forordning COM (2011) 0452, 2011/0202/COD, om kapitaldekning

#### **Direktiver:**

- 1983/349/EC, Rådsdirektiv om konsoliderte regnskap
- 1986/635/EØF, Rådsdirektiv om bankers og andre finansinstitusjoners årsregnskaper og konsoliderte regnskaper
- 1998/78/EF, Europaparlaments- og rådsdirektiv om supplerende tilsyn av forsikringsforetak som er en del av en forsikringsgruppe
- 2001/24/EF, Europaparlaments- og rådsdirektiv om reorganisering og avvikling av kredittinstitusjoner
- 2002/65/EF, Europaparlaments- og rådsdirektiv om fjernslag av finansielle tjenester til forbrukere
- 2002/87/EF, Europaparlaments- og rådsdirektiv om utvidet tilsyn med konglomerater
- 2005/60/EF, Europaparlaments- og rådsdirektiv om forebyggende foranstaltninger mot anvendelse av det finansielle system til hvitvasking av penger og finansiering av terrorisme
- 2006/48/EF, Europaparlaments- og rådsdirektiv om å starte og utøve virksomhet som kredittinstitusjon
- 2006/49/EC, Europaparlaments- og rådsdirektiv om kravene til investeringsselskap og kredittinstitusjoners kapitalgrunnlag
- 2007/64/EF, Europaparlaments- og rådsdirektiv om betalingstjenester i det indre marked
- 2009/14/EF Europaparlaments- og rådsdirektiv om innskuddsgarantiordninger når det gjelder dekningsgrad og utbetalingsforsinkelser
- 2009/27/EF, Kommisjonsdirektiv om endring av tekniske bestemmelser vedrørende risikostyring

- 2009/83/EF, Kommissjonsdirektiv om endring av visse vedlegg til europaparlaments- og rådsdirektiv 2006/48 med hensyn til tekniske bestemmelser om risikohåndtering
- 2009/110/EF, Europaparlaments- og rådsdirektiv om adgang til å ta opp og utøve virksomhet som utsteder elektroniske penger og tilsyn med slik virksomhet
- 2009/111/EC, Europaparlaments- og rådsdirektiv om endring av direktiv 2006/48/EF, 2006/49/EF, og 2007/64/EF for så vidt angår banker tilsluttet sentralorgan, visse komponenter i egenkapitalen, store engasjementer, tilsynsordninger og krisestyring
- 2009/138/EF, Europaparlaments- og rådsdirektiv om adgang til å starte og utøve forsikrings- og gjenforsikringsvirksomhet
- 2010/76/EU, Europaparlaments- og rådsdirektiv om endring av direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdningen, verdipapirisering og samlet tilsyns av bonusordninger
- COM (2009) 0064, 2009/0207/COD, forslag til direktiv om alternative investeringsfond
- COM (2011) 0453, 2011/0203/COD, forslag til direktiv om kapitaldekning (CRD IV)

#### **Norske forarbeider:**

- NOU 2001: 23; “Finansforetakenes virksomhet“, Utredning nr. 6 fra Banklovkommisjonen
- NOU 2011:1; “Bedre rustet mot finanskriser“, Finanskriseutvalgets utredning

#### **Meddelelse fra Kommisjonen:**

- O.J. C 43/03, 2000; “Commission interpretive communication, Freedom to provide services and the general good in the insurance sector”

#### **Avgjørelser fra Domstolen:**

- Sak C-384/93 - Alpine Investments BV v. Minister van Financiën, ECR (1995), s. I-01141
- Sak T-177/94, Altmann and Others v. Commission, ECR (1996) s. II-2041,

- Sak C-12/07, Autostrada dei Fiori and AISCAT v. Governo della Repubblica italiana and Others, (2007), s. I-00162

### **Internet:**

[http://europa.eu/about-eu/basic-information/decision-making/treaties/index\\_en.htm](http://europa.eu/about-eu/basic-information/decision-making/treaties/index_en.htm)

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/policy/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm)

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/general/com2010\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf)

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/global/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/global/index_en.htm)

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/shadow/green-paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/shadow/green-paper_en.pdf)

<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st14/st14637.en09.pdf>

### **Presentasjoner:**

- Hildebrand, Phillip M. "Is Basel II enough? The benefits of a leverage ratio", tale London School of Economics 2008
- Myrdahl, Christian "QIS skjemaer relatert til uvektet egenkapitalandel (Leverage ratio)" Finanstilsynet 16. mars 2010

### **Diverse kilder:**

- Basel 3 akkordene; <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>
- G-20 erklæring;  
[http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ec/131069.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/131069.pdf)
- International financial reporting standards; <http://www.ifrs.org/Pages/default.aspx>
- Pressemelding Finanstilsynet januar 2011;  
[http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2011/1\\_kvartal/Reform-av-tilsynsstrukturen-i-EU--nye-europeiske-tilsynsmyndigheter/](http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2011/1_kvartal/Reform-av-tilsynsstrukturen-i-EU--nye-europeiske-tilsynsmyndigheter/)



